جـــامـعــة يحـي فـــارس – الـمــــديـة -

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العــلوم الإقـتــصـاديـة

إقتصـــاد نقــدي وبـنـكـي



آلـــيــات عـمـل صـنـــاديـــق الاســتــثـمـــار الإســلامــيــة

- دراسة حالة صـنـدوق اسـتـثـمـار الـراجـحـي الـسـعـودي-

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر

من إعداد الطلبة:

- وليد قريشي.
- رشيد بداوي .

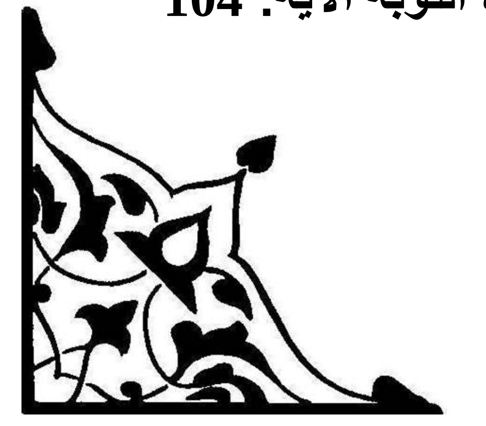
تحت إشراف الأستاذة:

- د/سعيدي فاطمة الزهراء

السنـــــة الجــــــامـعـــية: 2018/2017

[وقل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون وستردون إلى عالم الغيب والشهادة فينبئكم بما كنتم تعملون].

سورة التوبة الآية: 104



شكر وعرفان

الحمد لله الواحد الأحد والفضل للذي خلق السماوات لا عمد ، ورزق الرزق ولم ينسى احد ، اللهم لك الحمد حتى ترضى ، ولك الحمد إذا رضيت ، ولك الحمد بعد الرضا ، ولك الحمد على كل حال .

نتقدم بتشكراتنا الخالصة إلى كل من لم يبخل علينا بنصائحه القيمة وإرشاداته الوجيهة الأستاذة المشرفة :" **الدكتورة سعيدي فاطمة الزهراء"** .

كما لا يفوتنا أن نتقدم بالشكر الخالص والتقدير الكبير إلى موظفي جامعة " يحي فارس " بالمدية كل باسمه وكافة الأساتذة وكل من ساعدنا من قريب أو بعيد وكل من مد لنا يـــد العون من أجل إتمام هذا العمل .

اللهم اجزي لهم الجزاء والعطاء ووفقهم إلى ما تحب وترضى انك سميع مجيب .

الإهـداء

الحمد لله رب العالمين حمدا ينبغي لجلال وجهه الكريم

اهدي ثمرة عملي إلى أعز ما أملك في هذا الوجود ،إلى كل من عطرا حياتي وأبهجاها ، إلى اللذان حملاني ورعياني وربياني وأنارا لي درب حياتي إلى أمي الغالية أطال الله في عمرها .

إلى الذي رباني على الفضيلة والأخلاق وكان سندي المتين وأنيسي المعين ومثلي الأعلى في الحياة إلى والدي أطال الله في عمره .

إلى كل أفراد عائلتي الكريمة كبيرهم وصغيرهم وإخوتي خاصة الصغير "نبيل" و"محمد أمين" و"سيدعلي"

إلى الزميل الفاضل في الدراسة وإعداد المذكرة "رشيد "

إلى كل من جمعتني بهم الدروب والصداقة يوما ،

"بلال" ، "محمد" ، "عبد الله"،"فاضل"

إلى كل من علمني كلمة حق ، ودين ، وعلم ، مشايخنا الكرام ، ومعلمي بالإبتدائية وأساتذتي الأفاضل في كل الأطوار .

إلى كل من وسعهم قلبي ولم تسعهم ورقتي

لكل هؤلاء أهدي عملي المتواضع هذا .

ولـــــيـــــــد

الإهـداء

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على محمد اشرف المرسلين والسائرين في نهجه إلى يوم الدين .

اهدي هذا العمل المتواضع ....

إلى التي جعل الله الجنة تحت أقدامها ولم أجد الكلمات لوصفها ووصف فضلها ومكانتها في قلبي ، فلو كان عمرها بيدي لزدته ولو كان فيه فنائي ، أمي الغالية أطال الله في عمرها .

إلى الذي رباني على الفضيلة والأخلاق وكان سندي المتين وأنيسي المعين ومثلي الأعلى في الحياة ، أبي الغالي أطال الله في عمره .

إلى إخوتي وأخواتي حفظهم الله وأطال في عمرهم مع تمنياتي لهم بالتوفيق والنجاح في حياتهم .

إلى كل الأهل والأقارب .

إلى زميلي "وليد " الذي شاركني هذا العمل والى كل طلبة السنة الثانية ماستر .

إلى كل من هم في ذاكرتي ولم اذكرهم في مذكرتي .

رشـيـد

قـائـمـــة الـــجـداول:

قائـــمة الأشـكـــال:

قـائـمـة الـمـلاحـق

الفهرس

الملخص :

تعد صناديق الاستثمار الإسلامية مؤسسات مالية تديرها جهات متخصصة من أصحاب الخبرة والاختصاص وتحكمها مبادئ الشريعة الإسلامية ،حيث تستقطب ذوي التمويل المحدود أو قليلي الخبرة في هذا المجال إذ كان يتمحور نشاطها الرئيسي في سوق الأوراق المالية مما جعل اهتمام الباحثين يتمركز في هذا النشاط ولكن مع التطور الهائل برز دورها في تفعيل آلية نشاطها وعملها في إطار إسلامي، وتمكنت من امتصاص سيولة هذه البنوك التابعة لها مما شجع البنوك على تطوير الاستثمار في الصناديق وذلك بجذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين وتحقيق أكبر ربح بأقل مخاطرة حيث أدى هذا النشاط الفعال إلى ظهور وتنوع صناديق الاستثمار الإسلامية مثل صناديق المضاربة وصناديق المرابحة وغيرها والتي تقوم بتوظيف الأموال بمختلف الصيغ الإسلامية المتعددة مثل المرابحة،المضاربة ....الخ.

وتجسد الدور الفعال لهذه الصناديق في البنوك الإسلامية من خلال تفعيل شركة الراجحي المالية والتي تضم عدة صناديق إسلامية نشاط بنك الراجحي وتعظيم أرباحه.

الكلمات المفتاحية : صناديق الاستثمار الإسلامية، البنوك الإسلامية، صيغ التمويل الإسلامية

Résumé :

Les fonds d'investissement islamiques, les institutions financières gérées par des sociétés spécialisées ayant une expérience, la compétence et régies par les principes de la loi islamique, qui attire des gens avec des fonds limités ou inexpérimentés dans ce domaine car il a été centré principale activité sur le marché des valeurs mobilières, ce qui rend l'attention des chercheurs basés dans cette activité, mais avec un énorme développement rôle vedette dans l'activation de l'activité le mécanisme de son activité et son travail dans un cadre islamique, a été en mesure d'absorber la liquidité de ces banques d'affiliation, ce qui a encouragé les banques à investir dans le développement de fonds et ainsi attirer le plus grand nombre possible d'investisseurs et d'atteindre un plus grand profit avec moins risqué que l'activité effective a conduit à l'émergence et la diversité des fonds d'investissement islamiques tels que les fonds spéculatifs et les fonds Mourabaha et d'autres fonds qui emploient différents formats multiples tels que islamique Murabaha, Mudaraba .... etc.

Et elle incarne le rôle actif de ces fonds dans les banques islamiques à travers l'activation de la société financière Al Rajhi, qui comprend un certain nombre de fonds islamiques d'activité Rajhi Bank et maximiser les profits.

Les mots clés : Fonds d’investissement islamique, les banques islamiques, modes de financement islamique.

إن التأثيرات الحاصلة للنظام المالي العالمي جراء التصدعات و الأزمات، تبعه تقهقر على باقي الاقتصاديات العالمية ، مما استدعى ظهور بدائل جديدة فعالة كالتمويل الإسلامي ، إذ أن مختلف الصناعات المالية الإسلامية تطورت و احتلت مكانا هاما داخل الأسواق المالية العالمية كبديل قابل للتطبيق بفعالية، و نتيجة الاقتناع و الرغبة في الاستثمار وفق مبادئ الشريعة الإسلامية على نطاق عالمي، و الذي أكد مدى فعالية ومساهمة صناعة الخدمات المالية ذات الطابع الإسلامي، في تطور وازدهار سوق الاستثمارات الإسلامية . كما أن السعي الحثيث والمتواصل للهندسة المالية و المصرفية الإسلامية ، أظهر أن صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية ما هو إلا ركيزة من الركائز الحيوية ، و الهامة لمعظم البنوك و المؤسسات المالية. مما انعكس على رغبة وسعي المستثمرين نحو الاستثمار في المنتجات الاستثمارية الإسلامية، باعتبارها تلبي رغبات و الشروط الأخلاقية ومتطلبات المسؤولية الاجتماعية ، بالموازاة مع إنشاء البنوك الإسلامية تم إنشاء العديد من الصناديق الإسلامية في عدد من الدول ، كبديل للصناديق الاستثمارية التقليدية، و تعمل على الاستثمار وفقا للشريعة الإسلامية . وما ساهم في إنشاء هذه الصناديق استحداث أدوات استثمارية إسلامية جديدة ، ودراسة ضوابط شرعية الاستثمار في أوراق مالية، لبعض الشركات و المؤسسات المالية الإسلامية.

ولا ريب أن صناديق الاستثمار الإسلامية اعتبرت حديثة النشأة ، إلا أن عوامل تطورها اليوم أكبر من أي وقت مضى . سواء من حيث عدد الصناديق، أو حجم الأصول الخاضعة للإدارة . كما أن هذه الصناديق استطاعت الدخول و المنافسة في أسواق المالية العالمية ،رغم تزايد عدد الجهات المصدرة ، و المستثمرين الذين يسعون وراء الأدوات المالية الموافقة للشريعة الإسلامية، باعتبارها بديلا أفضل و جذابا لزيادة رأس المال ، و تنويع المحافظ الاستثمارية .

كما تجدر الإشارة إلى أن عقود وأنشطة الصناديق الإسلامية، تقوم على عدة أسس إسلامية، كالمشاركة وغيرها. وتجنب أي شبهة من الربـا، والغـرر والمحرمات أيا كانت، ويكون استثمار الأموال فيها وفق أسس تعتمد التنويع والتوزيع الجغرافي. كما تتميـز بسهولة الاشتراك، و التسييل، لتمثل أسلوبا تمويليا جديدا فعالا، في تحويل المبالغ الصغيرة إلى رؤوس أموال ضخمة، عن طريق الاستثمار الجماعي للأموال، في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، تتكفل بإدارتها جهة ذات خبرة ،ووفقا لضوابط رقابية وإسلامية، كهيئات الفتوى والبنوك المركزية .

1- الإشكالية الرئيسية :

انطلاقا مما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة في التساؤل الرئيسي الأتي :

- **فيما تتمثل أهم آليات عمل صناديق الاستثمار الإسلامية ؟**

2- التساؤلات الفرعية :

تمت تجزئة التساؤل الرئيسي إلى الأسئلة الفرعية الآتية :

- ما المقصود بصناديق الاستثمار ، وما هي تقنيات التعامل فيها ؟
- ما هي مجالات عمل صناديق الاستثمار الإسلامية؟
- ما هو واقع أداء بنك الراجحي الإسلامي؟

3- فرضيات الدراسة :

قصد الإجابة عن هذه الأسئلة يمكن وضع الفرضيات الآتية:

- **الفرضية الأولى :** تعتبر صناديق الاستثمار أدوات مالية تنشئها المؤسسات المالية لغرض جمع المدخرات من الجمهور واستثمارها في سوق الأوراق المالية، وفقا لآلية عمل معينة يحددها مدير الصندوق على أساسها يتم الاكتتاب في وحدات الصندوق.

- **الفرضية الثانية :** تتنوع مجالات عمل الصناديق الإسلامية حسب طلب عملائها وتتفرع كذلك وفقا لمتطلبات الشريعة الإسلامية .

- **الفرضية الثالثة :** تتمتع صناديق الاستثمار الإسلامية بأداء مالي جيد، مقارنة بصناديق الاستثمار التقليدية.

4- أهمية البحث :

يستمد البحث أهميته من الأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار الإسلامية باعتبارها أدوات مالية وأوعية استثمارية لها تأثيرها في جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار، ومع اتجاه الكثير من البنوك إلى تأسيس صناديق استثمار متنوعة فضلا عن قيام بعض البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بإدخال هذه الصناديق ضمن نشاطها الاستثماري وتطوير أعمالها بما يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية لذلك فقد أصبح من الضروري التعرف على مفهوم هذه الصناديق وسياستها الاستثمارية وآليات عملها. كما تتجلى أهمية البحث في حاجة التجمعات الإسلامية لدراسة هذه المواضيع ، ومعرفة أهم نماذج صناديق الإسلامية المعتمدة ، وكذا إعطاء صورة واضحة لمن يريد معرفة المعاملات الاستثمارية بالصناديق ومدى مشروعيتها.

5- أهداف البحث :

بناء على ما تقدم يهدف البحث إلى ما يلي:

1. محاولة التعرف على المبادئ والمفاهيم المتعلقة بصناديق الاستثمار سواء كانت تقليدية أو إسلامية .
2. إظهار أهمية وجود صناديق إسلامية تعمل بأساليب شرعية كبديل عن صناديق الاستثمار التقليدية.
3. الاستفادة من خبرات الدول العربية في إنشاء صناديق إسلامية ودعمها بمؤسسات شرعية متمكنة.

4. مقارنة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية مع أداء صناديق الاستثمار التقليدية ومعرفة أفضل الـ صناديق.

6- حدود البحث :

يتم التركيز في الدراسة على آليات عمل صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في سوق الأسهم السعودي، وتم تحديد فترة الدراسة التي على أساسها يـ تم تقييم آليات عمل صناديق الاستثمار المدرجة في هذه الأسواق من سنة 2013 م إلى غاية 2017 م.

7- منهجية البحث :

للإجابة على الإشكالية المطروحة يتم اعتماد في هذا البحث المنهج الاستقرائي و الوصـ في في توضـ يح مختلـ ف العناصر المرتبطة بصناديق الاستثمار الإسلامية، وأدوات التحليل في قراءة المفاهيم وتجميع البيانات وتحليلـ ها وتقييم تجارب بعض الدول.

8- أسباب اختيار الموضوع :

توجد عدة أسباب دفعتني إلى إختيار البحث في هذا الموضوع دون غيره من المواضيع الأخرى، يمكن تلخيصها في الخطوط العريضة الآتية:

- نوع التخصص العلمي الذي سلكته، فهذا الموضوع له صلة وثيقة بفرع العلوم الإقتصادية تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، و الذي زاولت فيه دراستي لما بعد التدرج.
- إمكانية البحث، بإعتبار أن هذا الموضوع تطرق إليه المفكرون الإقتصاديون في إطار البحوث العلمية.
- الرغبة الشخصية في الإلمام بموضوع الصناديق الإسلامية وعلاقتها بتمويل الاقتصاد والتعمق في تفاصيله، لما يكتسيه من مكانة وأهمية على المستوى الإقليمي والعالمي.

9- صعوبات البحث :

أثناء البحث تم مواجهة صعوبات في جمع البيانات والمعلومات والمتمثلة في الآتي:

- قلة مصادر المعلومات والبيانات الخاصة بصناديق الاستثمار الإسلامية.
- اختلاف بعض الإحصائيات المتوافرة في مراكز الدراسات المالية.
- صعوبة الحصول والاطلاع على الوثائق الإدارية نظرا للتحفظ عليها
- صعوبة الوصول لبعض المؤسسات التي تنشط خارج الوطن
- ضيق الوقت لإتمام كل جوانب المذكرة .

10- الدراسات السابقة :

1– صلاح الدين شريط ، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر ، أطروحة دكتوراه،2012.

تناولت الدراسة مختلف المفاهيم الخاصة بالادخار و الاستثمار ، بالإضافة إلى التطرق لملامح الرئيسية للاستثمار في سوق الأوراق المالية والمتمثلة في تعريف وظهور الأسواق المالية بالإضافة إلى آليات وقواعد التعامل فيها والتقنيات الأساسية في سوق الأوراق المالية، ومن ثم الجوانب النظرية والفنية في صناديق الاستثمار من نشأة، تعريف، خصائص، أنواع.....،ولقد ركزت الدراسة على دراسة تجربة جمهورية مصر لصناديق الاستثمار وإمكانية تطبيقها بالجزائر،وذلك بتقييمه لأداء الصناديق الاستثمارية باستخدام مجموعة من المؤشرات منها مؤشر شارب و ترينور ،أو النسب المالية، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

-أن صناديق الاستثمار تلعب دورا رئيسيا في دعم برامج الخوصصة وذلك من خلال تمويل الاستثمارات القائمة والجديدة عن طريق زيادة التمويل الداخلي للمشروعات القائمة

-أثبتت الدراسة أن صناديق الاستثمار تخدم في المقام الأول المدخر الصغير الذي يسعى إلى تعظيم أرباحه مع تقليل المخاطر لأقل درجة وتقليل التكاليف.

2- دراسة فتيحة كحلي "تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة تجارب بعض الدول العربية"مذكرة. ماجستير جامعة الشلف،2011 .

تناولت الدراسة مختلف المفاهيم الخاصة بصناديق الاستثمار التقليدية والية عملها ومخاطر الاستثمار فيها،بالإضافة إلى التطرق لأساليب عمل صناديق الاستثمار الإسلامية، أنواعها ومخاطر الاستثمار فيها، مع عرض واقع صناديق الاستثمار الإسلامية عالميا وأهم التحديات التي تواجهها إضافة إلى إجراء تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية وتوصلت الدراسة إلى أنه يقتصر الاستثمار في الصناديق التقليدية على الأوراق المالية المصدرة من مختلف الشركات، على عس الصناديق الإسلامية التي تستثمر المدخرات استثمارا حقيقيا بالإضافة إلى الاستثمار في الأوراق المالية، وبذلك تعد الصناديق الإسلامية صناديق استثمار بالمعنى الحقيقي على عس الصناديق التقليدية فهي بمثابة صناديق توظيف للأموال.كما تتفوق الصناديق الإسلامية بالأداء على نظيرتها التقليدية في فترات هبوط الأسواق وفي فترة الأزمة المالية دليل على أن الصناديق الإسلامية تقدم للمستثمرين تحوط ا جيد ا في فترات الركود الاقتصادي بسبب القواعد التي يفرضها الاستثمار الإسلامي على اختيار لأصول.

3- دراسة وليد هويمل عولجان، صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل، ورقة بحثية مقدمة لمـؤتمر أسـواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي الإمارات، 2007م.

نظرا للدور التنموي الذي تؤديه صناديق الاستثمار في مختلف مجالات الاقتصاد قامت الدراسة ببيـان هذا الدور من خلال تناول مختلف المفاهيم الخاصة بصناديق الاستثمار، طبيعتها وأهميتها وبيـان أنواعهـا ومزاياها، بالإضافة إلى إعطاء فكرة

واضحة عن صناديق الاستثمار الإسلامية من حيث أنواع هذه الصناديق وطبيعة النشاط الذي تقوم به.

4- دراسة عمر عبو، صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الأسواق المالية (تجارب بعض الدول العربية)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود بنوك، جامعة الشلف، 2009م.

تناولت الدراسة مختلف المفاهيم الخاصة بالأسواق المالية وكذا صناديق الاستثمار وكيفية مساهمة هذه الأخيرة في تنشيط الأسواق المالية من خلال عرض تجارب كل من مصر، السعودية، ودراسة توقعية مقدمة لصناديق الاستثمار في الجزائر، و توصلت الدراسة إلى أن صناديق الاستثمار توفر القدرة على انتقاء الأوراق المالية، ومتابعتها بواسطة خبراء متخصصين في تحليل وإدارة محافظ الأوراق المالية الأمر الذي يعمل على تداول الشهادات التي تصدرها صناديق الاستثمار في الأسواق المالية وبالتالي العمل على تنشيطها.

ما يلاحظ من خلال استعراض الدراسات السابقة أنها تناولت جوانب متعددة :

- دراسة واقع صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية وآثارها الاقتصادية.
- موضوع صناديق الاستثمار الإسلامية والأحكام والقواعد المتعلقة بالاستثمار فيها.
- دور صناديق الاستثمار في تحقيق التنمية الاقتصادية للوطن.
- التعريف بصناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الأسواق المالية.
- خصائص أداء صناديق الاستثمار الإسلامية في الأسواق المالية من خلال تحليل العائد والمخاطرة فيها.

أما ما تقدمه الدراسة الحالية فهو:

- صناديق الاستثمار التقليدية، آلية عملها ومخاطر الاستثمار فيها.
- صناديق الاستثمار الإسلامية، أنواعها، كيفية عملها، مزاياها، ومخاطر الاستثمار فيها.
- واقع صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية عالميا وأهم التحديات التي تواجهها.
- تقييم أداء آليات عمل صناديق الاستثمار الإسلامية.
- عرض تجارب المملكة العربية السعودية في مجال صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية.

10- أقسام البحث :

لمعالجة هذا البحث تم تقسيمه إلى ثلاثة فصول كما يلي:

تطرقنا في الفصل الأول إلى صناديق الاستثمار التقليدية، وتم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، يتضمن المبحث الأول مدخل إلى صناديق الاستثمار ، نشأتها وعلاقتها بالبنوك وأنواعها، بينما يتناول المبحث الثاني نظام عمل صناديق الاستثمار، أما المبحث الثالث فتم تخصيصه لأصول صناديق الاستثمار.

وفي الفصل الثاني والذي هو بعنوان صناديق الاستثمار الإسلامية ، تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، في المبحث الأول تم التطـرق إلى مدخل صناديق الاستثمار الإسلامية، تعريفها ، ضوابط استثمار والفرق بينها وبين الصناديق التقليدية، بينما يتناول المبحث الثاني نظام عمل صناديق الاستثمار الإسلامية ،أقسامه ،وهيكله التنظيمي،ونشاطه استثماري، أما المبحث الثالـث فيتطـرق إلى التكييـف الشرعي لصناديق الاستثمار خاصة من حيث مكوناتها وأساليب الاستثمار فيها .

وفي آخر الفصول تطرقنا إلى فعالية صناديق الاستثمار الإسلامية في البورصة الإسلامية ، وتم تقسيمها إلى ثلاثة مباحث، يتضمن المبحث الأول نظرة على البورصة الإسلامية ونشأتها وتطور صناديقها . المبحث الثاني يتضمن صناديق الاستثمار في

البورصة السعودية ، حيث شروط اعتماد صناديق الاستثمار في بورصة السعودية وصناديق الاستثمار المعتمدة فيها بينما يتناول المبحث الثالث صندوق الراجحي للاستثمار الإسلامي في بورصة السعودية حيث يتضمن تعريف ببنك وشركة الراجحي وتحليل أداء صناديق الاستثمار الإسلامية لديه و كذلك أهدافها كما يتضمن تشخيص لأداء صناديق الاستثمار بشركة الراجحي المالية.

إلى أن توصلنا في الأخير إلى خاتمة تضمنت مجموعة من النتائج والتوصيات.

تمهيد

يرى بعض الاقتصاديين أن تسمية صناديق الاستثمار، تسمية لا تتسم بالدقة ، ذلك أن كلمة استثمار قد توحي بأن الصناديق تستثمر أموال المدخرين مباشرة، في الأنشطة الإنمائية للثروات الصناعية و الزراعية أو غيرها ،في حين أن هذه الصناديق لا تفعل سوى توظيف هذه الأموال ، في تكوين وإدارة حوافز الأوراق المالية ، يضاف إلى ذلك أن التسمية المذكورة قد توحي بأن تلك الصناديق تقوم بتمويل مشروعات اقتصادية تمويلا مباشرا، حيث تستخدم كلمة يستثمر لغة للدلالة في أن واحد على الشخص الذي يقوم بتمويل الغير من جهة، و الشخص الذي يوظف أمواله وحسب من جهة ثانية ،ولما كان الغرض الوحيد لصناديق الاستثمار يتمثل في توظيف أموال المدخرين، في تكوين وإدارة حوافز الأوراق المالية، وهو غرض لا يتسع ليشمل عمليات تمويل المشروعات حتى لا يتحمل المدخرون مخاطرها، فانه يفضل تسميتها باسم صناديق توظيف ادخار، فهذه التسمية اخص في الدلالة على غرض هذه الصناديق من تسمية صناديق الاستثمار، إذ أن صناديق عبارة عن وحدات تنظيمية في صورة مؤسسات مالية، وقد ذكر الاقتصاديون عدة تعريفات لصناديق الاستثمار .

ومن خلال هذا الفصل سيتـم تناول في المبحث الأول مفهوم صناديق الاستثمار، أهـدافها وأهـم أنواعها. أمـا المبحث الثاني فيتم ضمن نظام عمل الصناديق الاستثمارية ،من حيث آليـة الاسـتثمار فيهـا،وكيفية إدارتها. بينمـا يتطرق المبحث الثالث إلى أصول صناديق الاستثمار، أساليب تقييمها، وأهم مزايـا ومخاطر الاستثمار فيها.

المبحث الأول: مدخل إلى صناديق الاستثمار

تعد صناديق الاستثمار وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية ،من طرف جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية ، فهي أحد الوسائل والأساليب الحديثة في إدارة الأموال، وفقا لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم الخدمية ،ودرجة تقبلهم للمخاطر لما يعود بالفائدة على البنك الذي يؤسس صناديق الاستثمار ،أو الشركات التي تؤسسها، وعلى المدخرين وعلى الاقتصاد القومي ككل.

المطلب الأول: نشأة صناديق الاستثمار، تعريفها، وأهدافها

تعد الإدارة الجماعية للمدخرات أول أشكال الصناديق الاستثمارية، وقد ظهرت الإدارة الجماعية في صناديق المعاشات بهد ف تمكين المتقاعدين عند بلوغهم سن التقاعد من مواجهة التزاماتهم وذلك باقتطـاع جزء من أجورهم واستثمارها لتحقيق عائد مجزي يستفيد منه صاحبه عند بلوغه سن التقاعد.

الفرع الأول: نشأة صناديق الاستثمار

اتفق اغلب الباحثين على أن صناديق الاستثمار بدأت منذ عهد بعيد في أوروبا ومنها انتقلت إلى أمريكا ثم إلى بقية العالم،.وقد نشأت أول ما نشأت في هولندا مطلع القرن التاسع عشر وكان الملك وليم ملك هولندا هو أول ما نسبت إليه فكرة صناديق الاستثمار 1822م،ومنها انتقلت إلى بريطانيا عام 1870م .[1]

أما في المنطقة العربية كانت بداية ممارسة نشاط صناديق الاستثمار في عام 1979 في المملكة العربية السعودية بإنشاء صندوق البنك الأهلي التجاري، وتتابع إنشاء صناديق الاستثمار السعودية ليبلغ 52 صندوق استثماري عام 1992، وجميع هذه الصناديق سبق إنشاؤها صدور التشريعات الخاصة بتنظيمها التي كان ميلادها

---

[1] عبد الرحمان بن عبد العزيز النفيسة، **_صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية و الحكام النظامية** ، دار النفائس،عمان ،الأردن ، 2010 ص 77

في عام 1993. وبعد ذلك أخذ يتزايد عدد الصناديق التي تم إنشاؤها في السعودية وبمعدل 9 صناديق سنويا ليبلغ عددها 117 صندوقا استثماريا في نهاية عام 1999، وبذلك تسجل السعودية السبق من بين الدول العربية الأخرى في أقدميه إنشاء صناديق الاستثمار وعدد الصناديق العاملة فيها.

الفرع الثاني: ماهية صناديق الاستثمار

تعد صناديق من أهم صيغ تعبئة المدخرات على الساحة الاقتصادية المعاصرة، وما نقرأه في كل يوم عن انتقال رؤوس الأموال الضخمة لغرض الاستثمار بين أسواق العالم، ما هو إلا شاهد على أهمية هذه الصناديق.

لذا يجدر بنا أولا قبل أن نذكر التعريفات التي عرف بها الباحثون الصناديق الاستثمارية، نذكر الفكرة الأساسية التي تقوم عليها الصناديق الاستثمارية، ثم نقوم بإعطاء مجموعة من التعريفات.

أولا - الفكرة الأساسية التي قامت عليها صناديق الاستثمار:

و تقوم هذه الفكرة الأساسية على الأساس الآتي:[1]

1 - قيام جهة معينة (بنوك وشركات استثمار) بإعداد دراسة اقتصادية لنشاط أو مشروع معين أو مشاريع معينة، بحيث تبين جدوى الاستثمار في ذلك المجال.

2- قيام تلك الجهة بتكوين صندوق استثماري، وتحديد أغراضه وإعداد نشرة الاكتتاب في الصندوق أو لائحة العمل للصندوق بحيث تتضمن كامل التفاصيل عن نشاط الصندوق وشروط الاكتتاب فيه وحقوق والتزامات مختلف الأطراف.

3- تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص أو أسهم مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية، بحيث يكون اقتناؤها عبارة عن المشاركة في ملكية حصة من رأس مال الصندوق.

---

[1] عز الدين خوجة، **صناديق الاستثمار الإسلامية، إدارة البحوث والتطوير**، مجموعة دلة البركة، ص: 13 -14

4- بعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق أموال المكتتبين، تقوم باستثمار الأموال المجمعة لديها في المجالات المحددة في نشرة الاكتتاب وتوزيع الأرباح في الفترات وبالكيفية المتفق عليها، كما تتولى تصفية الصندوق في الموعد المحدد لذلك.

وبعد بيان تلك الفكرة، وبالنظر في وضع تعريف للصناديق الاستثمارية فإنه يمكن التطرق لعدة مفاهيم مختلفة عن بعضها البعض .

ثانيا - مفهوم صناديق الاستثمار:

إن هذه التعريفات وإن اختلفت ألفاظها إلا أنها جميعا تتفق في مضمونها، وجاءت هذه التعريفات على النحو التالي :

1- الصناديق الاستثمارية هي نظام يسمح للمستثمرين من أفراد وشركات للاشتراك سويا في برنامج استثماري يدار من قبل مستشاري استثمار متخصصين لتحقيق أعلى نسبة ممكنة من العوائد وبأقل درجة ممكنة من المخاطر.[1]

2- الصندوق الاستثماري " هو برنامج استثمار مشترك ينشئه البنك المحلي بموافقة مسبقة من مؤسسة النقد العربي السعودي،بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعيا في نتائج أعمال البرنامج، وتتم إدارته من قبل البنك مقابل أتعاب محددة.[2]

ويوضح هذا التعريف بأن صندوق الاستثمار هو مشروع يطلقه أي بنك كان في السعودية ولكن يجب الموافقة المبدئية من مؤسسة النقد العربي السعودي.

---

[1]- مؤسسة نيهومباشي كابايا، **ندوة الودائع الاستثمارية في اليابان،** طوكيو، اليابان، 1989، ص:1 -2

[2]- مؤسسة النقد السعودي، **الأنظمة والتعليمات النقدية والمصرفية،** مطبوعات مؤسسة النقد السعودي، الرياض، 1994، ص: 74

3- شركات الاستثمار هي نوع من الوسطاء الماليين وتقوم بجمع الأموال واستثمارها في الأصول المالية كالأسهم والسندات مقابل حصول المستثمرين على الفوائد التي تحققها تلك الأصول[1].

ويوضح هذا التعريف أن صندوق الاستثمار ما هو إلا شركة شأنه في شأن باقي منظمات الأعمال، ويسري عليه كل ما يتعلق بإدارتها، وأن الوظيفة الرئيسية للصندوق تتمثل في الوساطة المالية لجمع الأموال ثم استثمارها في الأوراق المالية، بجانب أنه أبرز المقابل الذي يحصل عليه المستثمر بتلك الصناديق والذي يتمثل في الفوائد المحققة من وراء الأوراق المالية.

4- شركات الاستثمار هي شركات تتلقى الأموال من المستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في تشكيلات من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة [2].

أكد هذا التعريف على دور الوساطة وأضاف بعدا آخر وهو تنوع محافظ الأوراق المالية بالصناديق لتتلاءم مع تنوع حاجات المستثمرين.

5- صندوق الاستثمار هو وعاء مالي تكونه مؤسسة مالية متخصصة، وللصندوق ذمة مالية مستقلة يهدف إلى تجميع الأموال لتقوم بإدارته شركة استثمار متخصصة للاستثمار في مجالات متنوعة تتمثل بصكوك الإجارة، والمرابحات، والاستصناع الموازي، والسلم الموازي، والمزارعة وغيرها من النشاطات المشروعة بهدف إلى تحقيق أرباح عالية من خلال التنويع والتوزيع الجغرافي لتقليل المخاطر وتحقيق عائد مجز[3].

.

---

[1]- عطية عبد الحليم صقر، **الإطار القانوني لصناديق الاستثمار**، برنامج ندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، السبت 1997/3/22، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ص: 21

[2]هشام أحمد عبد الحي، **الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية "دراسة تطبيقية فقهية"**، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط1، 2011، ص: 53.

[3]عزالدين خوجة، **الصناديق الاستثمارية الإسلامية**، مطبوعات مجموعة دلة البركة، جدة، 1994، ص: 24

6- صناديق الاستثمار هي وسيلة لتجميع الاستثمارات الصغيرة بغرض توظيفها في أدوات استثمارية مختلفة لتعظيم العائد وتوزيع المخاطر مع تحقيق السيولة لحاملي الوثائق لوقت الطلب[1].

مما سبق نستخلص أن صناديق الاستثمار هي: عبارة عن مؤسسة مالية تدار من قبل مؤسسة ذات خبرة في إدارة الاستثمارات حيث تقوم هذه الصناديق بجمع أموال الأفراد ذوي المدخرات المحدودة أو الأفراد الذين لديهم موارد مالية لكن دون خبرة واستثمارها في بيع وشراء الأوراق المالية والاستفادة من مزايا التنويع بأقل مخاطرة

الفرع الثالث: أهداف صناديق الاستثمار

- تتعدد الأهداف النوعية لصناديق الاستثمار لتلاءم حاجات المستثمرين ورغباتهم، فهناك صناديق تهدف إلى تحقيق النمو الرأسمالي، وهناك صناديق تهدف إلى تحقيق دخل جار، وهناك صناديق تهدف إلى الموازنة بين النمو والدخل، كما أن هناك صناديق هدفها الاستفادة مما يمنحها القانون الضريبي من مزايا عن طريق الإعفاء الضريبي أو تأجيل الضريبة و يمكن تحديد أهداف صناديق الاستثمار فيما يلي:

1 - تدوير محافظ الأوراق المالية للبنوك بهدف تحقيق فائدة للبنك، الذي يؤسسها وكذلك زيادة فعالية محافظ الأوراق المالية التي يمتلكها البنك حيث أن تحريك المحفظة سيؤدي إلى بيع أسهم وشراء غيرها ويتحقق هذا الربح نتيجة فروق تقييم الأسهم التي معظمها لم يتحرك ولم يتم بيعه منذ تم الاكتتاب به بالقيمة الاسمية[2].

---

[1]- محمد ماهر محمد علي، **تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر**، من أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر واالواقع والمستقبل، المنعقدة بمركز صالح عبد الله صالح للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، 22 مارس 1997، الجزء الأول، ص: 163 -164

[2]- عبد المطلب عبد الحميد، **صناديق الاستثمار سياستها وآلياتها**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ط1، القاهرة، 2010، ص: 37

2 - تجميع أموال المدخرين وتوجيهها لمجال الاستثمار" غير بنكي" يؤدي إلى زيادة نشاط وفاعلية سوق الأوراق المالية، وكذلك حماية المدخرات الوطنية سواء للمقيمين أو العاملين بالخارج، وذلك بإتاحة وسائل استثمار مرتفعة العائد. وهذا في مجمله يؤدي إلى الحفاظ على المدخرات الوطنية وبالتالي فوجود صناديق الاستثمار سيؤدي إلى تعدد الخيارات الادخارية أمام المدخرين[1].

3 - زيادة الربحية والعوائد لجميع الأطراف المتعاملين مع صناديق الاستثمار، فبالنسبة للأفراد فإن العائد الذي سيحصلون عليه يتشكل من قيمة الكوبون أو العائد على الأسهم المقدرة قيمتها في وثيقة الاستثمار، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية التي تتمثل في الفرق بين القيمة الاسمية للأسهم والقيمة السوقية لها،أما البنك الذي ينشئ صندوق الاستثمار فإنه يحصل على عوائد متمثلة في قيمة الفروق الرأسمالية التي سيحصل عليها من بيع جزء من محفظة الأوراق المالية لصندوق الاستثمار ومن العمولات والأتعاب التي سيجنيها من خلال دوره في المراحل المختلفة لأداء الصندوق[2].

4 - يؤدي إنشاء صناديق الاستثمار إلى وجود منفذ لصغار المدخرين للتعامل مع سوق المال، وهذا العنصر يوضح تماما الشريحة الأساسية التي حرص المشرع على أن تكون القاعدة الأساسية من جمهور صناديق الاستثمار وهي المدخر الصغير، وبالطبع فإن تحديد قيمة الحد الأدنى والأعلى لوثيقة الاستثمار من خلال السياسة

---

[1]- عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره ،ص: 38

[2]- الشبيلي يوسف عبدالله،**الخدمات المصرفية لاستثمار أموال العملاء وأحكامها في الفقه الاسلامي** ،أطروحة دكتوراه في الفقه المقارن في المعهد العالي للقضاء ، جامعة الامام محمد بن سعود الاسلامية الرياض ، السعودية ،2006، ص: 28

الاستثمارية التي يضعها مدير الاستثمار مع مراعاة أن تكون قيمة الوثيقة وفقا لما قننه المشرع لصالح صغار المستثمرين[1].

5 - مراعاة اعتبارات الأمان، حيث أن منهج وأسلوب عمل صندوق الاستثمار يهدف تماما إلى تقليل وتوزيع مخاطر الاستثمار من خلال تعدد منافذ الاستثمار باختيار المدى الزمني المناسب له إذا كان طويل الأجل أو قصير الأجل وفقا لاحتياجاته، فرغبات المستثمر تحدد الأوراق المالية التي سيتعامل معها من خلال صندوق الاستثمار، وكلما زادت رغبته في تحقيق ربح مرتفع زادت درجة تقلبه للمخاطر، وكلما توزعت الأوراق وتنوعت بين أسهم شركات وسندات وأذون خزانة أمن مقابلة المخاطر[2].

6 - تنشيط بورصة الأوراق المالية، وهذا في حد ذاته هدف رئيسي ووسيلة في ذات الوقت، فمن خلال سوق مالي نشط يمكن تحقيق أهداف الانفتاح الاقتصادي، وخاصة فيما يتعلق بعملية الخوصصة التي لن يتحقق لها النجاح إذا لم يكن هناك سوق مالي مؤهل لها بقوة ونشاط بما يسهل عملية توسيع قاعدة الملكية ومشاركة المواطنين في الممارسة الاقتصادية للدولة.

7 - التحول نحو العالمية من خلال تدوير البورصة مستقبلا، فتنشيط البورصة وقوتها ما هو إلا خطوة مبدئية نحو هدف أكبر، وهو تدوير البورصة الناشئة بعد إتقان التجربة ونجاحها.

---

[1]- سلامة زينب السيد، **مجلة الإدارة العامة**، مجلة دورية محكمة، جامعة الملك بن سعود، السعودية، العدد 104، أفريل 1999 .

[2] Theodore E.Day et Yi wang,2005.Investingating Underperformance By Mutual Funds Protfolios,Journal of Finance,May,51(2),P:128

8 - تحقيق مرونة الانتقال بين الأدوات الاستثمارية المختلفة من صندوق لآخر وفقا لما يتوافق مع أوضاع المستثمر[1].

المطلب الثاني: علاقة صناديق الاستثمار بالبنوك وشركات الاستثمار

يرتبط عمل صناديق الاستثمار ارتباطا وثيقا بنشاط البنوك كما يتشابه عملها مع نشاط شركات الاستثمار وفي ما يلي يتم بيان ذلك:

الفرع الأول: علاقة صناديق الاستثمار بالبنوك

بالرغم من أن صناديق الاستثمار مشروع مالي مستقل عن البنوك ولكن مع ذلك فإنـه في الواقـع صناديق الاستثمار تعتبر في الغالب من نشاط البنوك. وأهم أسباب ذلك ما يلي:[2]

أولا: يمكن للبنوك من خلال صناديق الاستثمار أن تزيد من حجم الأموال تحت إدارتها دون الحاجـة إلى زيادة رأس المال، ذلك أن صناديق الاستثمار بالنسبة للبنوك واقعة خارج ميزانيتها ولذلك لا ترتبط بعلاقـة نسبية مع رأس مال البنك . لأن القوانين المنظمة لعمل البنوك تلزمها أن لا يقل رأس مال البنك عـن 08 % (أو أكثر أو أقل بحسب البلد) من جملة الأصول (أو الخصوم) ولذلك توجد بعض البنوك تـدير صناديق استثمارية تساوي حجم البنك بكامله أو تزيد.

ثانيا: يمكن للبنك أن يحصل على دخله من الصناديق الاستثمارية على صفة رسوم (مثل رسوم الإدارة رسوم الاشتراك...الخ)، بينما أن ذلك البنك يحصل من نشاطه

---

[1] - warther, Vincent A, 2007. A Sharp Decline To stocks along with the real estate Mortagage Crisis, Journal of Finane Economics, Volume 80, November 2007, P : 218

[2]محمد علي القري، **دور صناديق الاستثمار في تمويل البنية التحتية**، بحث منشور ضمن أعمال ندوة التعاون بين الحكومة والقطاع الأهلي في تمويل المشروعات الاقتصادية، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية ،11 -1999/10/13م، ص9.

الرئيسي وهو الائتمان على سعر الفائـدة، وتفضل البنوك الدخل المعتمد على الرسوم عن ذلك المعتمد على الفائدة لأنه أجزل وأكثر استقرارا.

ثالثا: البنوك في إدارتها للصناديق الاستثمارية تستطيع الاعتماد على الخبرات الخارجية في الإدارة وتركز على عناصر التميز لديها وهي التسويق.

الفرع الثاني: علاقة صناديق الاستثمار بشركات الاستثمار

تعرف شركات الاستثمار بأنها بنيان قانوني يأخذ شكل شركة المساهمة وتقوم بدور الوسـيط بـين المدخرين والمشروعات الصناعية والتجارية [1]، فهي شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة[2].

المطلب الثالث: أنواع صناديق الاستثمار

تتعدد وتتنوع أشكال صناديق الاستثمار وتختلف طبقا لحاجات وأهداف المستثمرين ورغباتهم، ولكن مهما تنوعت وتعددت هذه الأشكال فهي تندرج تحت نوعين أساسيين هما: صناديق الاستثمار المغلقة Closed end funds، وصناديق الاستثمار المفتوحة Open end funds، لكن تختلف إدارة كل صندوق حسب نوعيته.

تحظى إدارة صناديق الاستثمار بأهمية خاصة لدى المحللين والمراقبين، بالنظر إلى دورها الحاسم في إنجاح عمليات الصندوق وفق ما يوضع من أهداف استثمارية، وسياسات عمل من أجل تحقيق تلك الأهداف، وتصبح الإدارة أكثر أهمية عندما ندرك بأن المستثمرين القائمين والمحتملين يرصدون نتائج ما تقوم به أولا بأول خاصة في ضوء المنافسة الشديدة لصناديق الاستثمار داخل السوق الواحد وعلى الصعيد العالمي.

---

[1]- خالد سعد زغلول حلمي، **النظام القانوني للرقابة على المحافظ وصناديق الاستثمار** - عرض للتجربة الكويتية، ورقة عمل مقدمة لمؤتمر المؤسسات المالية والبورصات، آفاق وتحديات، الإمارات ،2007، ص5.

[2]-منير إبراهيم هندي ،**أسواق رأس المال**، المكتب العربي الحديث ،الإسكندرية، مصر ،1999، ص95.

من أجل ذلك تلجأ الجهات المؤسسة للصناديق إلى "استئجار" بيوت خبرة محترفة لإدارة صناديقها، ويتحمل المستثمرين بسبب ذلك الأتعاب والرسوم المرهقة أحيانا.

الفرع الأول: أنواع صناديق الاستثمار وفقا للجهة المنشأة لها

وبصفة عامة يوجد نوعين من أنواع شركات الاستثمار وهي شركات الاستثمار المفتوحة، وشركات الاستثمار المغلقة التي تشكل صناديق الاستثمار المغلقة، وفيما يلي عرض لهذين النوعين من الصناديق وذلك على النحو التالي:

أولا - صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة

يرى بعض الكتاب أن صناديق الاستثمار المغلقة، هي صناديق ذات رأس مال ثابت، لأنه بمجرد انتهاء الإصدار الأولي للوحدات الاستثمارية أو لوثائق الاستثمار، لا يجوز بيع (إصدار) وثائق أخرى إضافية، كما لا يسمح لحملة الوثائق من استرداد قيمة مساهمتهم إلا بعد مضي حد أدنى من عمر الصندوق، وهذا النوع من الصندوق لا يتم بيع أو شراء وثائقه أو تداوله إلا من خلال سوق الأوراق المالية.

ويرى البعض الآخر أن صناديق الاستثمار المغلقة لها عدد ثابت من الوثائق ولا يجوز لها إصدار وثائق جديدة، أو استرداد لوثائق مصدرة فعندما يتخلى المستثمر عن وثيقته لا بد أن يقوم غيرها بشرائها،وذلك من سوق الأوراق المالية.

وعند تداول وثائق استثمار الصناديق المغلقة في سوق الأوراق المالية فإن المستثمر يتحمل عمولات ومصاريف السمسرة، كما تنشر عادة أسعار وثائق هذه الصناديق في صحف المال يوميا.

أن صناديق الاستثمار المغلقة هي شركة استثمار ذات نهاية مغلقة، حيث أن عدد الوثائق لهذه الصناديق عدد ثابت وأن هذه الوثائق تباع وتشترى من خلال الأسواق الثانوية لسوق الأوراق المالية[1].

إن عدد الوثائق التي تقوم بإصدارها صناديق الاستثمار المغلقة هو عدد ثابت، وأن أسعار هذه الوثائق يتحدد وفق قانون العرض والطلب مثل الأوراق المالية الخاصة بالشركات[2].

إن شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة تشكل صناديق استثمار يطلق عليها الصناديق ذات النهاية المغلقة التي يخول لها المشرع الحق في إصدار أسهم تباع للجمهور، ولقد جاء مسمى هذا النوع من الشركات من أن عدد الأسهم التي تصدرها ثابت لا يتغير، يستثنى من ذلك حالتان نادرتان الحدوث[3]:

- الحالة الأولى**:** هي حالة قيام الشركة بإعادة شراء أسهما في السوق.
- الحالة الثانية: هي حالة إصدار الشركة لأسهم جديدة.

ويرجع قيام الشركة بشراء أسهمها من السوق المنظمة أو غير المنظمة إلى هبوط القيمة السوقية للسهم إلى مستوى أقل من القيمة الصافية للسهم.

وعادة ما تستخدم هذه الصناديق النقدية الفائضة في إعادة شراء أسهمها، إلا أنه غالبا ما تحجم إدارة الصندوق عند شراء (استرداد) أسهمها هذا الأسلوب حتى لو كان في ذلك التصرف مصلحة لحملة الأسهم، لأن شراء الأسهم التي سبق إصدارها يعني انخفاض قيمة الأصول الكلية Total asset value.

---

1 - Bassam I.Azeb, The Performance of The Egyptian Stock Market, Master of Business Administration thesis, The University of Birmingham The Birmingham Business School, 2002,P: 78

2- عمرو حمدي متولي، **صناديق الاستثمار في مصر ودورها في دعم برنامج الخصخصة**، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة عين شمس، القاهرة، 2006، ص: 11

3- منير إبراهيم هندي، **أدوات الاستثمار** ، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999 ، ص:، ص: 102 - 112

ونظرا لأن مكافأة الإدارة تحسب على أساس نسبة (حوالي 5.0 %) من القيمة الكلية للأصول التي تديرها، فإن تصرفها المشار إليه يحمل في طياته انخفاض قيمة المكافأة المستحقة لها، وعادة ما يتم حساب قيمة الأصل الصافية في الشركات المغلقة وفقا للمعادلة التالية: ص : الأصول الكلية ، خ : الخصوم الكلية . ن : السنة.

قيمة الأصل الصافية = (القيمة السوقية للأوراق المالية التي استثمرت فيها الشركة مواردها – القيمة الدفترية للخصوم والتي قد تتمثل في قروض أو سندات)/ عدد الأسهم العادية المصدرة = (ص - خ) / ن.

وفي حالة قيام الشركة بإصدار أسهم ممتازة، تحسب قيمة الأصل الصافية في هذه الحالة وفق المعادلة (ص – خ - م)/ ن، حيث أن م تمثل القيمة الاسمية للأسهم الممتازة.

وعلى ذلك فالطريق الوحيد لمن يرغب في بيع ما يملكه من تلك الأسهم أو من يرغب في شرائها، هو القيام بإصدار أمر للسمسار الذي يتعامل معه والذي يقوم بتنفيذ الأمر، أما في السوق المنظمة (البورصة) التي تتداول فيها تلك الأسهم أو في السوق غير المنظمة.

ونرى أنه يمكن من خلال المناقشات السابقة يمكن حصر السمات العامة المميزة للصناديق المغلقة وإيجازها على النحو التالي:

1 - إن شركات الاستثمار المغلقة هي التي تشكل صناديق الاستثمار المغلقة ويسمح لهذه الشركات بإصدار السندات والأسهم الممتازة.

2 - إن عدد الأسهم هذه الصناديق هو عدد ثابت لا يتغير، ويستثني من ذلك حالتان نادرتا الحدوث هما قيام الشركة بإصدار أسهم جديدة، وقيم الشركة بإعادة شراء أسهمها من السوق.

3 - لا يتم تداول أسهم هذه الصناديق إلا من خلال سوق الأوراق المالية وذلك وفقا لقانون العرض والطلب.

4 - إن القيمة السوقية لأسهم هذه الصناديق والقيمة الصافية لها يتم نشرها عادة في صحف المال.

ثانيا - صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة

إن صناديق الاستثمار المفتوحة تقف مستعدة دوما لإصدار أسهم جديدة واسترداد الأسهم السابق طرحها وذلك وفقا لقيمة السهم الصافية عادة ما يطلق على صناديق الاستثمار المفتوحة الصناديق المشتركة، وعادة ما تتم التفرقة بين نوعين من هذه الصناديق وهما الصناديق المحملة (Load funds) الصناديق غير المحلة (No load funds) فالصناديق المحملة هي التي يوجد لها رسوم يتحملها المستثمر عند شرائها والصناديق غير المحملة لا يوجد لها رسوم يتحملها المستثمر عند شرائها[1].

كما أن هناك بعض الاختلافات بين الصناديق المفتوحة والمغلقة، حيث نرى أن صناديق الاستثمار المفتوحة لا تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية ولذلك فالمستثمر يشتري السهم ويبيعه إلى شركة الاستثمار مباشرة دون الحاجة إلى اللجوء إلى سوق الأوراق المالية، ولذلك لا بد من توافر سيولة كافية لشركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة لمواجهة طلبات الاسترداد من قبل حاملي وثائق تلك الشركات، لأنه إذا كان موقف السيولة لهذه الشركات ضعيف ستضطر إلى تصفية جزء من أوراقها المالية لتدبير السيولة لمواجهة حالات الاسترداد.

ويشيرالاقتصادي **(MAYO)** إلى اختلاف ثالث بين الصناديق المفتوحة والصناديق المغلقة ويتمثل ذلك الاختلاف في تكلفة الاستثمار، حيث يرى أن الصناديق المفتوحة قد تباع برسوم يتحملها المستثمر عند شرائها (LOAD FUNDS)، أي هناك رسوم

---

[1]- أحمد حسن الحسيني، مرجع سبق ذكره، ص: 25

تضاف إلى قيمة الأصل الصافية عند الشراء ولا شك أن ذلك يؤثر على تكلفة الاستثمار[1].

تتسم صناديق الاستثمار المفتوحة بأن عدد أسهمها غير محدد فيمكنها إصدار المزيد من الأسهم واسترداد أسهم المستثمرين في أي وقت، وذلك طبقا لقيمة السهم الصافية.

وقد تقوم هذه الصناديق بتسويق أسهمها بواسطة رجال بيع أو سماسرة أو بنفسها وذلك مقابل رسوم يتحملها المستثمر load funds وقد تصدر هذه الأسهم دون تحصيل رسوم من المستثمر ويطلق عليها في هذه الحالة "no load funds"[2].

إن شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة تدير عددا من صناديق الاستثمار يطلق عليها الصناديق المشتركة، وقد جاءت عبارة النهاية المفتوحة من أن حجم أموال المستثمر في الصندوق غير محدد، ذلك أنه يجوز للشركة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها، وإن كان لا يجوز لها إصدار سندات على عكس شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة، ولا تتداول أسهم الشركات ذات النهاية المفتوحة في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة بل تقف الشركة نفسها على استعداد دائما لإعادة ما سبق أن أصدرته من أسهم، أو إصدار المزيد منها لتلبية احتياجات المستثمرين وهو ما تسعى الإدارة إليه حيث يتم احتساب أتعابها على أساس القيمة الكلية للأموال المستثمرة في الصندوق، كما لا يوجد مجال للمساومة بشأن السعر الذي تشتري به الشركة أسهمها، عادة ما يساوي قيمة الأصل الصافية للسهم، أما السعر الذي يباع به السهم فيساوي أيضا قيمة الأصل الصافية للسهم إذ لم تكن هناك مصروفات شراء، أما إذا كان هناك

---

[1]- عماد محمود النقيب، **صناديق الاستثمار المشتركة "الأدوات الاستثمارية في الأسواق المالية**، وكالة الأبناء الكويتية "كونا"، ديسمبر 1994، ص: 125

[2]- حسن محمد الفطافطة، **صناديق الاستثمار في الدول العربية**، الفطافطة للدعاية والإعلان، عمان، الأردن، 2001، ص: 28

مصروفات للشراء فإن سعر السهم سوف يساوي قيمة الأصل الصافية مضافا إليه قيمة تلك المصروفات[1].

ونرى من خلال المناقشات السابقة يمكن حصر السمات العامة المميزة للصناديق المفتوحة وإيجازها على النحو التالي:

1 - أن عدد الأسهم لهذه الصناديق عدد غير ثابت، وتقف هذه الصناديق دوما على استعداد لاسترداد ما سبق وإن أصدرته من أسهم، ويتم الاسترداد عادة وفقا لقيمة السهم الصافية مما يتطلب دوما الاحتفاظ بمستوى ملائم من السيولة.

2 - أن هذه الصناديق تنقسم عادة إلى صناديق محملة (لها رسوم شراء) وصناديق غير محملة (ليس لها رسوم شراء).

3 - أن أسهم الصناديق المفتوحة لا تتداول في سوق الأوراق المالية.

4 - أن شركات الاستثمار المفتوحة هي التي تشكل صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة ولا يسمح لهذه الشركات بإصدار السندات.

الفرع الثاني: أنواع صناديق الاستثمار وفقا لمكونات محفظة الأوراق المالية

هناك إمكانية تصنيف تشكيلة الأوراق المالية المكونة لصناديق الاستثمار طبقا لمكونات محافظها من الأوراق المالية إلى الأنواع التالية:

أولا - الصناديق ذات النوعية الواحدة

تتكون محفظة هذه الصناديق من نوع واحد من الأوراق المالية كالأسهم أو السندات أو الأدوات النقدية، وضرورة النص صراحة على ذلك في نشرة الاكتتاب الخاصة بالصندوق، ويتحدد ذلك النوع من الأوراق المالية حسب الأهداف التي يسعى الصندوق إلى تحقيقها، والسياسات الاستثمارية المرشدة لاختيار الأوراق المالية، وقد يطلق على الصندوق اسم الأوراق المالية المكونة لمحفظته كما يلي:

---

[1]- هندي منير إبراهيم، **أدوات الاستثمار**، مرجع سابق ص ص 113- 137

1 - صناديق الأسهم العادية

يمكن أن نميز في هذا الصدد بين نوعين من الصناديق: صناديق تدار باستمرارية يقظة لا تحظى سوى بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة. ويقصد بالصناديق التي تدار باستمرارية ويقظة تلك التي تسعى إدارتها إلى البحث عن الأسهم التي تتداول في السوق بسعر يزيد أو يقل عن قيمته الحقيقية. لتتخاص من تلك التي يزيد سعرها عن قيمتها الحقيقية ولتشتري تلك التي يقل سعرها عن قيمتها الحقيقية أما الصناديق التي تحظى بقدر ضئيل من الإدارة فهي تلك التي لا تبذل الإدارة من جانبها مجهودا يذكر لاختيار التشكيلة التي تتضمنها، فهي تسعى إلى تحقيق عائد يماثل العائد على محفظة السوق، ومن ثم فإنها تكتفي بتشكيل مكونات الصندوق من تشكيلة الأوراق المالية ذاتها (الأسهم) التي يتكون منها أحد مؤشرات السوق ويطلق على هذا الصندوق بصندوق المؤشر.[1]

2 - صناديق السندات

تستثمر صناديق السندات الأموال في عدة أنواع من السندات والتي تمثل سندات أذنية من الشركة أو الهيئات الحكومية مقابل المبالغ التي يتم إقراضها. والهدف الأولي من أي صندوق سندات هو الدخل من الفائدة المدفوعة على القروض وتتغير قيمة أي سهم بشكل دائم في اتجاهه الذي عادة ما يصعب التنبؤ به، أم دخل الفائدة على أي سند فهو محدد مسبقا ويمكن الاعتماد عليها إذا لم تمر الشركة أو الهيئة الحكومية بصعاب مالية، لذا فيطلق على السندات في بعض الأحيان أوراق مالية ثابتة الدخل وقد يشار إلى صناديق السندات بصناديق الدخل الثابت.[2]

---

[1]- منير إبراهيم الهندي، **أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار**، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، تم نشر الكتاب برعاية المؤسسة العربية المصرفية ABC، البحرين 2001، ص ص 120- 121.

[2]- جوليت فريلي، ترجمة خالد العامري، **استثمار أموالك في صناديق الاستثمار** ،دار الفاروق للنشر والتوزيع ، ط1، القاهرة، 2001، ص: 49.

3 - صناديق المؤشر

هي الصناديق التي تكون محافظها من أسهم المؤشر المتعارف عليه في السوق مثل داوجونز، نازداك، ويرجع السبب في ذلك إلى سهولة متابعة حركة الأسهم عن طريق متابعة حركة المؤشر الذي يعكس اتجاهات السوق، مما يسهل على المستثمرين متابعة ومراجعة أداء محفظة الصندوق.

ثانيا - الصناديق المتوازنة

إن الصناديق المتوازنة تهدف إلى تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية وهي الحفاظ على أموال المستثمرين، دفع عائد جاري للمستثمرين، تحقيق النمو الأجل الطويل على الأموال المستثمرة، الصناديق المتوازنة تحقق تلك الأهداف لذلك عادة ما تضم محفظة تلك الصناديق من السهم العادية والأسهم الممتازة والسندات، كما أن الصناديق المتوازنة هي خليط من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت والأسهم وعادة هذه النسبة هي 50 % لكل منهما، فالأسهم تحقق مبدأ النمو على الأموال المستثمرة بينما تحقق السندات عائد دوري.

ثالثا - الصناديق المتخصصة

هي عبارة عن الصناديق التي تتخصص في استثمار أموالها في قطاع معين من القطاعات الاقتصادية، لذلك فقد تسمى أحيانا بالصناديق القطاعية، كأن تتكون محفظة الصندوق من أسهم قطاع الكيماويات فقط أو التكنولوجيا، المرافق، التعدين، البنوك، السياحة، النقل، التأمين،. وتلبي هذه الصناديق احتياجات فئة المستثمرين المتفائلين بمستقبل صناعة معينة ولديهم الاستعداد لتحمل مخاطرها في سبيل الحصول على العائد المحقق منها.

رابعا - صناديق الاستثمار الإسلامية

إن أهم ما يميزها هو توجيه مواردها نحو الاستثمارات التي لا تتعارض مع فكرة الاستثمار الإسلامي، بالإضافة إلى أن صناديق الاستثمار الإسلامية ليست مجرد وسيط مالي كما هو الحال في صناديق الاستثمار التي تنشئها شركات الاستثمار والمصارف التقليدية وشركات التأمين، بل إن هذه الصناديق بالإضافة إلى ذلك تعتمد على منهج الاستثمار الإسلامي الذي يمزج بين رأس المال والعمل، وتقوم المؤسسة المالية (مصرف إسلامي أو شكة تأمين إسلامية) والتي ترغب في تكوين صندوق معين من هذه الصناديق بإعداد دراسة اقتصادية نشاط محدد.

وتبين جدوى الاستثمار فيه، ثم تقوم بتمويله عن طريق طرحه للاكتتاب العام للجمهور، والعقد الذي يربط بين الصندوق والمكتتبين هو عقد المضاربة الشرعية[1].
وبذلك فإن صناديق الاستثمار الإسلامية تمثل عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط بين المكتتبين به والذين يمثلون أرباح المال والذين يحصلون على (وحدات الاستثمار) تمثل حصة شائعة في رأس مال الصندوق، وتقوم الإدارة باستثماره بطريقة مباشرة في مشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة، بالإضافة إلى الاستثمار في الأوراق المالية للشركات التي لا تتعارض أعمالها مع فكرة الاستثمار الإسلامي.

خامسا- صناديق سندات المحليات

تشتمل محفظة الأوراق المالية في هذه الصناديق على السندات التي تصدرها المجالس المحلية والبلديات لما تتمتع به من مزايا الإعفاء الضريبي، وهي منتشرة في الولايات المتحدة الأمريكية، وتجذب المستثمرين الذين يخضعون لشرائح ضريبة مرتفعة لتقليل المبالغ المدفوعة للضرائب في فترة زمنية معينة خلال مدة تمتع

---

[1]- حسن محمد الفطافطه، **صناديق الاستثمار في الدول العربية**، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، ط1، عمان، 2001، ص: 46

الصندوق بالإعفاء الضريبي، مع الأخذ بالحسبان أن هذه الصناديق عادة لا تجري توزيعات سنوية، ولكن يعاد استثمار الأرباح ويوزع على حملة وثائقها أسهم مجانية، ويلاحظ أن صناديق سندات المحليات قد تدخل ضمن صناديق السندات في التصنيفات الأخرى[1].

الفرع الثالث: أنواع صناديق الاستثمار وفقا للأهداف المقررة

يتم تحديد أهداف صناديق الاستثمار من نشرة الاكتتاب الخاصة بالصندوق ويتحدد الهدف بطريقة تجذب فئة معينة من المستثمرين وفقا لاحتياجاتهم ورغباتهم، والأهداف التي تسعى الصناديق الاستثمارية لتحقيقها تكمن في نمو رأس المال أو الحفاظ على رأس المال أو هما معا، وعلى ذلك فإن صناديق الاستثمار حسب أهدافها تنقسم إلى الأقسام التالية:[2]

أولا - صناديق النمو

إن صناديق النمو هي تلك الصناديق التي تهدف إلى تحقيق مكاسب رأس مالية هدف نمو رأس مال الصندوق، بمعنى أن لا يكون الهدف من إنشائها الحصول على عائد منتظم بقدر ما هو مضارب هادفة للاستفادة من التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية.

كما توجد صناديق نمو وعائد في نفس الوقت وهي تسعى إلى الاستثمار في أسهم شركات تهدف إلى نمو رأس المال ولكن في نفس الوقت تقوم بتوزيع الأرباح.[3]

---

[1]- محمد عنتر أحمد، **الإدارة المالية والاستثمار**، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، ط1، 2009، ص: 42

[2]- عبد الرحمان بين عبد العزيز النفيسة، **صناديق الاستثمار، الضوابط الشرعية والأحكام النظامية، دراسة تطبيقية مقارنة**، دار النفائس النشر، عمان، ط1، 2010، ص: 104

[3]- فريدة بن يوسف زنيني، **صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات**، تجربة جمهورية مصر العربية وإمكانية تطبيقها في سوريا، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2006، ص: 24

ثانيا - صناديق استثمار الدخل

إن هذه الصناديق تهدف إلى الحصول على عائد تستمد من الأوراق المالية (توزيعات أرباح من الأسهم وعوائد السندات)، ولذلك تتجه هذه الصناديق لاستثمار في إصدارات الأوراق المالية للشركات المستقرة من الدخل[1].

ثالثا - صناديق الدخل والنمو

وتجمع هذه الصناديق بين الهدفين السابقين أي المحافظة على أصول الصندوق مع تحقيق نمو في رأس مال الصندوق عن طريق الاستثمار الآمن طويل الأجل، وهنا يعني أن الصندوق يقبل بمخاطر أقل من تلك المخاطر المقبولة في صناديق الاستثمار ذات الهدف الواحد وهي صناديق النمو. وكمثال على ذلك فإن الصناديق الاستثمارية في الأسهم المصرية (المحلية)، كما هو موضح في **الجدول رقم (1-1)** كلها تهدف إلى تنمية رأس المال.[2]

الجدول رقم (1-1): بيانات صندوق الاستثمار الأول للبنك المصري الخليجي

اسم الصندوق	**صندوق أسواق المال بالجنيه المصري**
الاسم المختصر	النقد بالجنيه المصري
هدف الصندوق	تنمية رأس المال لمستثمر على المدى القصير بشكل يزيد عن المؤشر القياسي من خلال الاستثمار في أدوات مالية منخفضة المخاطر.
سياسة الصندوق	ودائع الأجل، سندات حكومية، شهادات الإيداع، أوراق الخزينة وأدوات أسواق المال الأخرى.
مدير الصندوق	العربي

[1]- عصران جلال عصران، **تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية**، مدخل مقارن، دار التعليم العالي، 2010، ط1، الإسكندرية، ص 73.

[2]- عبد الرحمان بن عبد العزيز النفيسة، مرجع سبق ذكره ص: 105

أيام العمل	أيام العمل للبنك في مصر
فئة الصندوق	أسواق النقد بعملات المحلية
تصنيف الصندوق	الدخل
العملة الأساسية	الجنيه المصري
تاريخ الابتداء	2000/05/31
سعر الابتداء	10.00
الفئة الفرعية للصندوق	/
مقياس الجودة للصندوق	لمدة شهر libor سعر
آخر تحديث	2002/10/14

المصدر: الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية المصرية، تاريخ الاطلاع :2018/02/28 10.30سا

رابعا - صناديق إدارة الضريبة: Tax- managed funds

يقصد بصناديق إدارة الضريبة تلك الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها، وبالطبع ليس هناك محل لدفع الضريبة طالما لم يحصل المستثمر على التوزيعات نقدا، فالضريبة تستحق فقط عند بيع الأسهم، أما وعاؤها الضريبي فهو الفرق بين حصيلة البيع والمبلغ الأصلي المستثمر، هذا النوع من الصناديق ربما يلاءم المستثمر الذي يرغب في تأجيل دفع الضريبة إلى سنوات لاحقة، كما قد يلاءم المستثمر الذي يخضع لشريحة ضريبية مرتفعة في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة المفروض على الربح الايرادي أكبر من مثيله على الربح الرأسمالي[1].

[1]- محمد عوض عبد الجواد و علي إبراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة "أسهم -سندات -أوراق مالية"**، دار المناهج، عمان، الأردن، ط1، 2006، ص: 48

خامسا - الصناديق المتحفظة

تتسم السياسات الاستثمارية لهذه الصناديق بالتحفظ تجاه المخاطر حيث يشترط في السياسة الاستثمارية المطبقة تحقيق الأمان والاستقرار للمستثمرين، وينعكس ذلك على تكوين المحفظة حيث تصبح السندات طويلة الأجل والأسهم الممتازة هي المسيطرة على المحفظة، وقد تستحوذ الأسهم العادية للشركات الكبيرة المستقرة على نصيب محدود من أموال المحفظة وذلك في سبيل ضمان تدفق عائد ثابت لفترة زمنية طويلة مع تدنية المخاطر، وعادة ما يكون المستثمرون في هذه النوعية من الصناديق من كبار السن والمحالين على المعاش والذين يخططون للتقاعد المبكر لحاجتهم إلى الدخل الدوري الثابت لتغطية نفقات العلاج والمعيشة.[1]

الفرع الرابع: تصنيف صناديق الاستثمار وفقا لمحلها و أنواع ثانوية أخرى

وتتمثل فيما يلي:

أولا - تصنيف صناديق الاستثمار وفقا لمحلها

1 - صناديق الاستثمار المحلية: يمكننا أن نعرف صناديق الاستثمار المحلية بأنها تلك الصناديق التي توجد في بلد واحد، وهي البلد التي أسست فيها، وليس لها أي نشاط خارج تلك البلد[2].

فالمعيار هنا في تصنيف الصندوق كونه صندوق استثمار محلي، أو صندوق استثمار دولي هو نشاط الصندوق ذاته لا يتعدى البلد التي تأسس فيها، كان الصندوق محليا، أما إذا تعدى ذلك النشاط هذه البلد إلى أخرى، كان الصندوق دوليا.

---

[1]- محمد عنتر أحمد، مرجع سبق ذكره، ص: 43

[2]- مصطفى علي أحمد، **صناديق الاستثمار مزاياها وأنواعها والتكييف الشرعي**، أبحاث ندوة صناديق الاستثمار مصر: الواقع والمستقبل، مركز صالح عبدا لله كامل، جامعة الأزهر، ص: 118

2 - صناديق الاستثمار الدولية: مع تزايد طموح بعض المستثمرين من جانب وازدياد فرص الاستثمار الدولية من الجانب الآخر، أصبح الاستثمار الدولي محط اهتمام ورغبة الكثير، وذلك بهدف تحقيق معدل عائد مرتفع يصاحبه مخاطر مرتفعة وتكاليف مرتفعة أيضا، وبالتالي ظهرت صناديق الاستثمار الدولية لتلبي مثل هذا الاحتياج لمثل هؤلاء المستثمرين[1].

[1]- عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص: 301

المبحث الثاني: نظام عمل صناديق الاستثمار

يختلف نظام عمل الصناديق الاستثمارية من مدير استثمار لآخر، وفقا للسياسة الاستثمارية التي تصوغها الإدارة التي تدير صناديق الاستثمار، وتأخذ صناديق الاستثمار الشكل التنظيمي للشركات، فهناك مديرون يقررون سياسة الشركة بناء على قانون تأسيسها ويشرفون على محافظ الاستثمار، أما السلطة المركزية لتلك الشركات فعادة ما تكون في يد الكفيل الذي أسسها وهو مؤسسة تتولى شؤون إصدار الأوراق المالية للمنشآت، ويختلف الهيكل التنظيمي حسب تنوع أغراض الصندوق وكذلك تبعا لحجم استثماراته بالإضافة إلى شروط عقد تكوينه.

المطلب الأول: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار

تتمثل المهمة أو المسؤولية الأساسية لصناديق الاستثمار في تحقيق الاستثمار الجيد للأموال ومن أجـل تنفيذ هذه المهمة يجب توفر الصندوق على هيكل تنظيمي وإداري فعال.

الفرع الأول: مكونات الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار

التعرف على الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار يعد أمرا هاما عند تناول موضوع إدارة صناديق الاستثمار، وذلك لمعرفة الوظائف الرئيسية التي تمارس داخل الصندوق. إن الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار يختلف حسب تنوع أغراض الصندوق، وكذلك تبعا لحجم استثماراته ثم وفقا لشروط عقد تكوينه، وبصفة عامة يمكن تمييز الوظائف الرئيسية التالية:[1]

1- مدير الصندوق

تلزم القوانين المصرفية الجهة المنشئة للصندوق بأن تعهد بإدارته إلى شركة مستقلة ذات خبرة ودراية في هذا المجال، ويطلق على هذه الشركة اسم " مدير

[1]- عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية، مدخل مقارن،، دار التعليم العالي، 2010 ، ط1 ، الإسكندرية ، ص: 148

الاستثمار" وهذه الشركة مهمتها توظيف وإدارة أموال صناديق الاستثمار بصفتها مسؤولة عن إدارة أموال عملائها على أن تكون الإدارة المسؤولة عن هذه الصناديق مستقلة عن الإدارة المسؤولة عن استثمار الأموال الأخرى الخاصة بالبنك كما تتميز شركات الإدارة بأن غرضها يكاد ينحصر في جميع الدول في إدارة مال الصندوق الذي تنشئه، ويمكنها إدارة أكثر من صندوق استثماري بشرط مسك حسابات منفصلة لكل وعاء. وبذلك تعتبر هذه الجهة هي المخولة بإدارة الصندوق أو الصناديق وتوجيه الاستثمار وفقا لأحكام نظام كل صندوق، وقرارات جهة الإشراف، والقوانين السائدة. كما أنها هي التي تمثل الصندوق قانونا في علاقتها مع الغير وأمام القضاء، ومن الأعمال التي تقوم بما يلي[1]:

أ - إعداد دراسة اقتصادية لنشاط معين أو مشروع أو مشاريع بحيث تبين جدوى الاستثمار في ذلك المجال، وقد يكون هذا المجال الاستثمار في أسهم الشركات، وفي العقارات، أو في قطاع تجاري أو صناعي أو في بلد معين أو غيرها من المجالات التي تتحقق فيها الجدوى الاقتصادية والمالية.

ب- إعداد نظام إدارة الصندوق ونشرة الاكتتاب، وتتضمن هذه الوثائق تحديدا لأغراض الصندوق وطبيعة نشاطه وأهدافه الاستثمارية، ودرجة مخاطر الاستثمار، كما تبين مختلف حقوق والتزامات الجهة المصدرة والمستثمرين، وكل ما يتعلق بكيفية الاكتتاب وشروطها، وتقييم أصول الصندوق وتوزيع أرباحه أو خسائره، وضوابط الاسترداد ومواعيدها ومختلف العلاقات المترتبة على إنشاء الصندوق وكيفية احتساب الأتعاب والعمولات، وشروط تصفية الصندوق والطريقة التي تتم بها.

ج - الحصول على موافقة جهة الإشراف على إنشاء الصندوق: وذلك بتقديم طلب متضمنا المعلومات والمستندات المطلوبة.

---

[1]منى قاسم، **صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين**، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1995، ط1، ص: 95

د- بعد إبرام التعاقدات اللازمة مع الأطراف الأخرى التي يساهم كل منها في أحد الجوانب المتعلقة بعمل الصندوق، وبعد الحصول على الترخيص من جهة الإشراف، تبدأ شركة الإدارة في تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية بحيث يكون امتلاكها عبارة عن المشاركة في ملكية حصة من رأس مال الصندوق.

أما شروط إدارة الاستثمار فتؤكد الجهات الرقابية على ضرورة أن يتوفر في المسؤولين عن إدارة الصناديق التأهيل المناسب، والخبرة اللازمة، ومشهود لهم بالأمانة والنزاهة.[1]

وأما حقوق المدير وسلطاته، فتتمثل في اتخاذ جميع القرارات المتعلقة بإدارة الصندوق، ومن ذلك:

وضع خطط الاستثمار، والنهوض بالنشاط اللازم لتحقيق هذا الغرض وإصدار الأوامر إلى أمين الاستثمار بتنفيذ بيع وشراء الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق دون أدنى تدخل من جانب المستثمرين، وتقييم الوحدة الاستثمارية وأصول الصندوق، ومقدار السيولة التي يلزم الاحتفاظ بها، والأرباح القابلة للتوزيع إلى غير ذلك مما له علاقة بالسياسة الاستثمارية في الصندوق.

وأما الواجبات والمسؤوليات المنوط بمدير الصندوق فمن أهمها:[2]

أ - أن يكون نشاطه موجها لحساب المستثمرين وأن ينحصر في نطاق مصلحتهم المحضة.

ب - الاحتفاظ بحسابات وسجلات مستقلة للصناديق خارج ميزانية البنك.

ج - الاحتفاظ بنسبة كافية من السيولة لمواجهة طلبات استرداد القيمة.

---

[1]-هشام أحمد عبد الحي، **الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية** "دراسة تطبيقية فقهية"، منشأة المعارف بالإسكندرية، ط1، 2011، ص: 75

[2]زينب سلامة، **ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها** ، مجلة الإدارة العامة لمعهد الإدارة العامة، العدد 2004/01/29، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص: 95

د - يتحمل مدير الصندوق المسؤولية الكاملة تجاه المستثمرين والسلطات الرقابية ، وعليه فإن العناية المطلوبة من مدير الصندوق وفقا للاتجاهات الحديثة في المسؤولية الاستثمارية هي عناية الشخص المحترف، وهذا الوصف يشدد عليه في التزاماته وفي معيار مساءلته، لأنه تاجر محترف متخصص ينتظر منه ما لا ينتظر من شخص عادي، ولو كان حريصا، لأنه مهيأ لخدمة أعلى وأكثر دقة وتميزا، ولأن مدير الاستثمار من شروطه أن يكون مؤسسة استثمارية لديها إمكانات مادية وفيرة، وعناصر بشرية متخصصة[1].

2- أمين الصندوقFund custodian

وهو أيضا مؤسسة مالية يتم اختيارها من بين المؤسسات ذات السمعة الجيدة والمركز المالي المتين، وفي الغالب تكون بنكا، يكون من مهامها حفظ الأصول التي تتكون منها محفظة الاستثمار، ويتولى أمين الاستثمار مهام الإشراف على الصندوق ومراقبة أعمال المدير، وتنفيذ التعليمات الصادرة منه بشأن الصكوك المالية المودعة لديه من بيع وشراء واستبدال وغير ذلك مع مراعاة أن تكون أموال الصندوق وحقوقه مفروزة عن أعمال البنك الخاصة به، وأن يفرد للصندوق حسابات مستقلة عن أي أنشطة أخرى أو ودائع مصرفية لا علاقة لها بالصندوق[2].

3- وكيل البيع Dealer

وهو مؤسسة مالية " بنك أو شركة استثمار" يعهد إليها بتوزيع شهادات الاستثمار التي يصدرها الصندوق، وتسويقها على المكتتبين في بداية الصندوق بالسعر الوارد بنشرة الاكتتاب.

[1]- محمد مطر، **إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية**، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، ط5، 2009، ص 93

[2]هشام أحمد عبد الحي، مرجع سبق ذكره، ص: 78

4 - الهيئة الاستثمارية Consultats

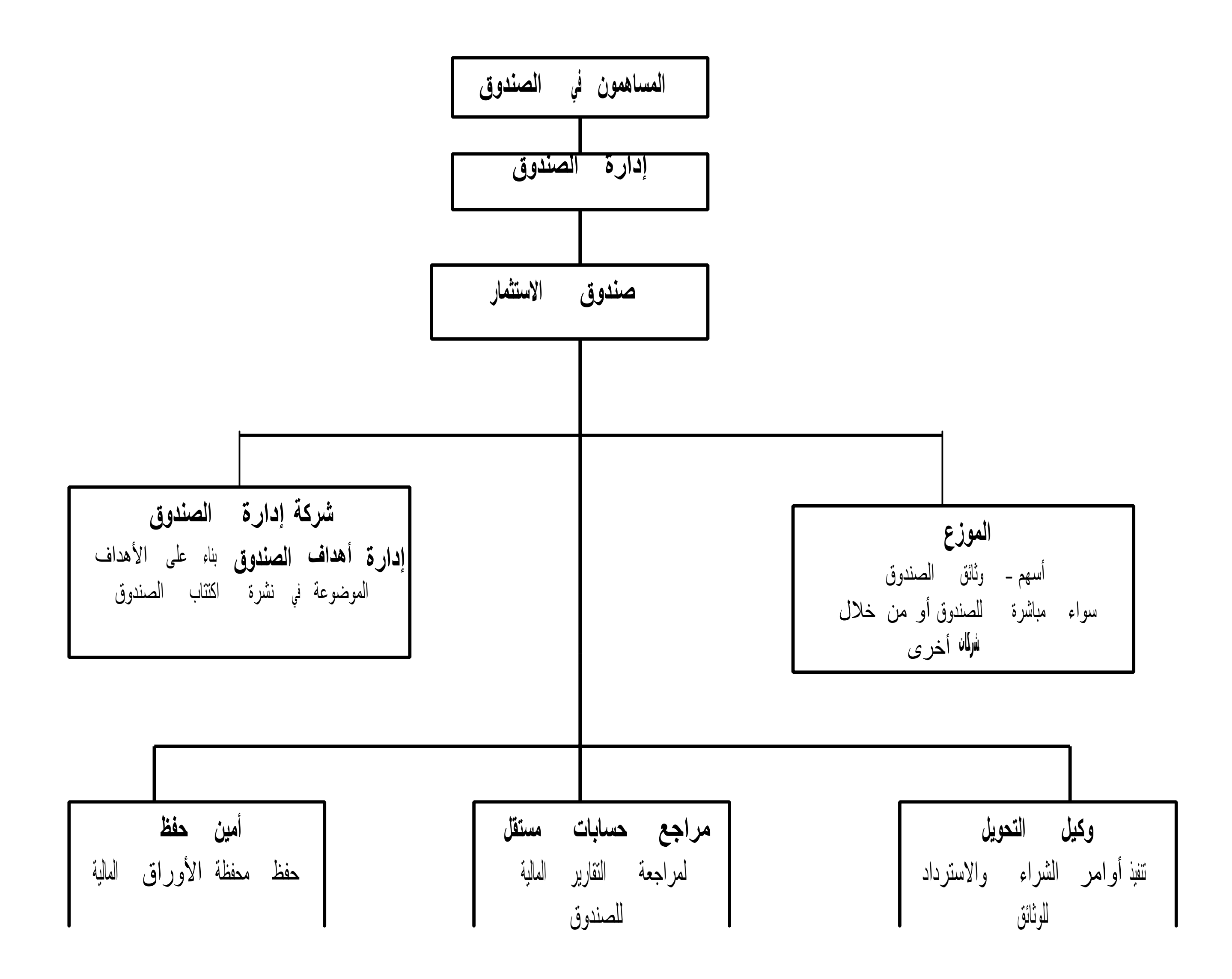
وتضم مجموعة من الخبراء المتخصصين في الاستثمار والتحليل المالي، يعينهم مدير الصندوق ودورها يتمثل في إسداء النصيحة لشركة توظيف أموال الصندوق في المجالات الأكثر جدوى، والمساعدة في اتخاذ القرارات الخاصة بالبيع والشراء لأصول الصندوق، من أجل توجيه الاستثمارات للمجالات المناسبة، وتتقاسم مع مدير الصندوق أتعاب الإدارة، ويمكن أن تكون هذه الهيئة من أفراد أو من هيئات متخصصة.

ولكن هناك قوانين دول أخرى تسمح بأن يقوم هذا الدور الشركة المديرة للصندوق بحيث يستفيد بالكامل من أتعاب الإدارة دون إشراك طرف آخر معها في ذلك.[1]

[1] هشام أحمد عبد الحي، مرجع سبق ذكره، ص: 79

مما تقدم يمكن القول أن الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار يختلف من دولة لأخرى حسب الأحكام والقوانين المنظمة لعمل هذه الصناديق، إلا أن غالبية القوانين الخاصة بتأسيس صناديق الاستثمار أوجبت أن يشمل هيكلها التنظيمي على العناصر الموضحة في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-1): الهيكل التنظيمي والإداري لصندوق الاستثمار



المصدر : أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العملي للاستثمار في البورصة ،مرجع سبق ذكره ، ص 245

المطلب الثاني: إدارة صناديق الاستثمار وآلية الاستثمار فيها

تعد إدارة الصندوق من الأمور الأكثر أهمية نظرا لدورها في إنجاح آليات عمل الصناديق وفق الأهداف الاستثمارية المحددة، وتصبح الإدارة أكثر أهمية عند إدراك أن المستثمرين القائمين والمحتملين يرصدون نتائج ما تقوم به أول بأول خاصة في ظل المنافسة الشديدة بين صناديق الاستثمار داخل السوق الواحد وعلى الصعيد العالمي.

الفرع الأول: إدارة صناديق الاستثمار

من أجل قيام مدير الصندوق بمهمته على أكمل وجه ثمة عدة شروط يجب عليه الالتزام بها في سبيل تحقيق أهداف المستثمرين.

أولا: الشروط الواجب توفرها في مدير الصندوق

يشترط في مدير صندوق الاستثمار أن تتوفر فيه الشروط التالية:[1]

1 - أن يكون شركة مساهمة أو جهة أجنبية متخصصة وفقا لما يحدده مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال؛

2 - أن تتوافر في القائمين على مباشرة النشاط و المسؤولين عنه الخبرة والكفاءة اللازمة لإدارة نشاط الصندوق؛

3 - أن لا يكون قد سبق لأعضاء مجلس إدارة الشركة أو العاملين لديها فصلهم تأديبيا من مزاولة مهنة السمسرة أو أي مهنة أخرى أو حكم عليهم بعقوبة قانونية أو إشهار بإفلاسهم؛

4 - ينبغي قيد مدير الاستثمار في السجل المعد لذلكهيئة سوق المال قبل مزاولة نشاطه.

[1] محمد محمود عبد ربه، **مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر ،2000، ص ص 47-48.

ثانيا: التزامات مدير الصندوق

يتعين على مدير الاستثمار أن يبذل في إدارته للصندوق عناية الرجل الحريص، وأن يعمل على حماية مصالح الصندوق في كل تصرف أو إجراء بما في ذلك ما يلزم من تحوط لأخطار السوق وتنويع أوجه الاستثمار، وتجنب تضارب المصالح بين حملة الوثائق والمساهمين في الصندوق والمتعاملين معه، كذلك ينبغي على مدير الاستثمار أن يحتفظ بحسابات مستقلة لكل صندوق يتولى إدارة نشاطه وأن يمسك الدفاتر والسجلات اللازمة لممارسة نشاطه بالإضافة إلى الدفاتر والسجلات التي تحددها الهيئة وعليه أن يزود الهيئة بالمستندات والبيانات التي تطلبها[1]، ويحظر على مدير الاستثمار القيام بالعمليات التالية:[2]

-جميع الأعمال المحظورة على الصندوق الذي يدير نشاطه.

- استخدام أموال الصندوق في تأسيس شركات جديدة أو شراء أوراق مالية لشركات تحت التصفية أو في حالة إفلاس والحصول له أو للعاملين لديه على كسب أو ميزة من العمليات التي يجريها.

- أن تكون له مصلحة من أي نوع مع الشركات التي يتعامل على أوراقها المالية لحساب الصندوق الذي يديره.

-أن يشتري المدير أو العاملون لديه وثائق استثمار للصناديق التي يدير نشاطها.

-استثمار أموال الصندوق في وثائق صندوق آخر يقوم على إدارته .

- إجراء عمليات بهدف زيادة عمولات السمسرة أو غير ذلك من المصروفات والأتعاب.

---

[1] ال فريد مصطفى، إسماعيل عبد الفتاح، **الأسواق والمؤسسات المالية**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية ،مصر، 2007، ص ص 252- 253.

[2] محمد محمود عبد ربه، مرجع سبق ذكره، ص 49.

ثالثا: الاختلاف بين إدارة صناديق الاستثمار المغلقة والمفتوحة

هناك اختلاف في إدارة صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة، وصناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، بسبب الاختلاف في الأهداف الاستثمارية والسياسات في كل منها، فمدير الصندوق ذي النهاية المفتوحة، عليه أن يكون متهيئا لتحويل جزء من استثمارات الصندوق إلى نقد سائل لتلبية طلب المساهمين الذين يرغبون في بيع أسهمهم للصندوق في أي وقت. ولذا فعليه أن يبقي في الصندوق نقدا سائلا لمواجهة ذلك، يعادل الفرق بين قيمة الأسهم التي يمكن أن تباع مرة أخرى للصندوق، وقيمة الأسهم الجديدة التي يمكن للصندوق أن يبيعها للمستثمرين الجدد[1].

الفرع الثاني: آلية الاستثمار في صناديق الاستثمار

يمر الاستثمار في صناديق الاستثمار سواء كانت تقليدية أو إسلامية بسلسلة من الإجراءات والمراحـل لتحقيق الهدف منه، بدءا من قرار اختيار الصندوق وحتى انتهاء الصندوق وتصفيته. وفيمـا يلـي بيـان تسلسلي بالآلية والمراحل التي يمر بها الاستثمار بالصندوق وأهم عوامل ومتطلبات كل مرحلة:[2]

أولا: اختيار الصندوق

تحرص شركات الاستثمار والمؤسسات المالية بما فيها المصارف على طرح أنواع متعددة مـن الصناديق الاستثمارية لتتوافق مع أكبر قدر من رغبات المستثمرين، ونظرا لتأثر اختيار المستثمرين بين هـذه الصناديق على مدى توافقها مع مبادئ الشريعة الإسلامية، فإن المصارف (حتى المصارف التقليدية) تتنافس فيما بينها في اختيار تشكيلة صندوق متلائمة (من وجهة نظر المصرف) مع أحكام

---

[1] هشام جبر ، ، مرجع سبق ذكره، ص14.

[2] يوسف بن عبد ا الشبيلي، **الخدمات المصرفية لاستثمار أموال العملاء وأحكامها في الفقه الإسلامي**، أطروحة دكتوراه في الفقه المقارن في المعهـدالعالي للقضاء، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، السعودية ،2006، ص ص104- 113.

الشريعة الإسـلامية . إلا أن مدى قبول المستثمرين لهذه الفكرة يرتبط أساسا بمدى ثقتهم في إدارة المصرف، وقـدرتها علـى تمييـز الضوابط الشرعية للاستثمار المشروع.

ويمكن حصر العوامل التي تؤثر على القرار الاستثماري للأفـراد عنـدما يرغبـون باختيـار صناديقهم الاستثمارية في ثلاثة عوامل هي:[1]

1 - هدف الاستثمار

يعتمد اختيار صندوق الاستثمار على هدف المستثمر الذي لا يخرج عن إحدى الحالتين، تحقيق دخل دوري أو نمو رأسمالي، فالمستثمر الذي ينشد الدخل الدوري يتوقع منه أن يضع اسـتثماراته في أوراق مالية تحقق عائدا ثابتا، بينما الذي يبحث عن نمو رأسمالي يتجه للصناديق التي تركز علـى أسـهم النمـو الرأسمالي في سوق الأسهم.

2- مدة الاستثمار

أي الفترة الزمنية التي يفضلها المستثمر لأجل توظيف استثماراته، وتتوزع تلك الفترات علـى الاستثمار القصير الأجل، المتوسط والطويل الأجل.

3- درجة المخاطرة

تعتمد درجة المخاطرة التي يتقبلها المستثمر على عدة معايير منها الفئة العمرية، الدخل، المهنة، ودرجة التفاؤل في البيئة الاستثمارية المحيطة في ظل متغيرات الاقتصاد الكلي هذا إلى جانب الموانع الشرعية التي تحد من التوجه للاستثمارات ذات العائد الثابت.

---

[1] قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق**، دار الثقافة ،عمان،الأردن ،2009،، ص225.

ثانيا: الاشتراك في الصندوق

وفقا للأحكام والقوانين فإن المؤسس للصندوق يلتزم بإصدار اتفاقية تتضمن وصفا عاما لـلـصندوق المكتتب فيه، من حيث نوعه، كيفية إدارته، درجة المخاطرة فيه، كيفية تقييم الوحدات الاستثمارية ومدى قابليتها للاسترداد، تحدد عملة الصندوق وسعر الوحدات الاستثمارية عند بداية الصندوق والحد الأدنى من عدد الوحدات التي يلتزم الاكتتاب بها للاشتراك المبدئي والحد الأدنى من عدد الوحدات اللازمة للاشـتراك الإضافي (وهي عادة تكون أقل من الأولى) والحد الأدنى من السيولة التي يلتزم الاحتفاظ بها، ومدة الاشتراك في الصندوق . وفي صناديق الاستثمار المغلقة تحدد فترة معينة للاكتتاب تنتهي قبل البدء باستثمار الأمـوال فعليا ولا تقبل الاشتراكات بعد ذلك، بينما في صناديق الاستثمار المفتوحة يكون الاشتراك مفتوحا طيلـة عمر الصندوق، إلا أن مدير الصندوق يحدد أياما معينة في الأسبوع تسمى (أيام الاشتراك) أو(التقييم) يـتم فيها تقييم موجودات الصندوق، وبدء سريان استثمار أموال المستثمرين الجدد.

ثالثا: شهادات الاستثمار

تصدر إدارة الصندوق شهادات للمستثمرين يسجل في كل شهادة عدد الوحدات التي يملكها المستثمر في الصندوق ،كما تسمى هذه الشهادات صكوك أو وثائق الاستثمار، وهي على نوعين:

1- **شهادات اللوحة الاستثمارية:** وتصدرها كل الصناديق، وتتضمن إثبات ملكية الوحدة بصرف النظر عن القيمة التي ستؤول إليها.

2 - **شهادات القيمة الاسمية**: وهي لا تشكل إلا نسبة ضئيلة جدا مما تصدره الصناديق من الشهادات وتصدرها صناديق الاستثمار المضمونة، وتتضمن إثبات ملكية الوحدة مع ضمان قيمتها الاسمية وهي القيمة المدونة عليها.

رابعا: تنويع الاستثمار

من الإجراءات اللازمة في إدارة صناديق الاستثمار أن تشكل الأصول المكونة لها من أنواع متعددة من الأوراق المالية، فهي ضرورة تقتضيها السياسة المثلى للاستثمار وإلزام توجبه اللوائح والأنظمة في عامة الأقطار، ففي النظام المصري مثلا: ألا تزيد نسبة ما يستثمر في شراء أوراق مالية لشركة واحدة على 10 % من أموال الصندوق وبما لا يتجاوز 15 % من أوراق تلك الشركة، وتتبع الصناديق في سياسة الاستثمار هذه عدة اتجاهات فمنها ما يتوسع في ذلك ليشمل إصدارات من عدة دول مختلفة، كالأسهم الأوربية وأسهم جنوب شرق آسيا وغيرها. ومنها تعتبر المهمة أو المسؤولية الأساسية لمدراء المحافظ المالية بصناديق الاستثمار هي الاستثمار الجيد للأموال التي تكون ملائمة للمستثمرين وتحقق نموا بمرور الزمن[1].

خامسا: استرداد وحدات الصندوق

يحق للمستثمر في الصناديق المفتوحة متى شاء استرداد كل أو بعض الوحدات المستثمرة، وفي حال الاسترداد الجزئي تشترط بعض الصناديق أن لا تقل قيمة الوحدات المتبقية عن حد معين، وإذا قلت عن ذلك يلزمه استرداد كامل مبلغ الاستثمار.

سادسا: أرباح الصندوق وتوزيعاتها

يحدد صافي أرباح الصندوق طبقا للقواعد المحاسبية المتعارف عليها في الأوساط المالية، ويتمثل صافي الربح أو الخسارة بين صافي قيمة أصول الصندوق في بداية الاستثمار وصافي أصوله في تاريخ التقييم.

---

[1] غانم إياس، **صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية ودورها في التنمية**، مذكرة ماجستير في الاقتصاد المالي والنقدي، جامعة دمشق، سوريا 2009، ص 24.

وتتبع الصناديق إحدى الطريقتين لتوزيع الأرباح:[1]

الطريقة الأولى: وهي الأكثر انتشارا حيث يعاد استثمار الأرباح المحققة في وحدات الاستثمار ولا توزع بشكل دوري، وبالتالي فإن الأرباح والخسائر المحققة تساوي مقدار التغير الحاصل في قيمة الوحدة، ويحصل المستثمر على هذه الأرباح ببيع الوحدة أو الانتظار حتى انتهاء عمر الصندوق وتصفية أصوله.

الطريقة الثانية: يقوم مدير الصندوق بتوزيع أرباح دورية على المستثمرين وهم من يمتلكون وثائق أو وحدات الاستثمار وقت استحقاق الأرباح.

سابعا: الحقوق والالتزامات

بما أن الصندوق مملوك بصفة جماعية للمستثمرين فإن أي التزامات أو حقوق على الصندوق ترجع على المستثمرين أنفسهم، وليس للمدير منها شيء إلا بقدر ما يملك من وحدات الصندوق، إلا أن من بين مزايا الاستثمار في الصناديق الاستثمارية أن الالتزامات المالية المترتبة عليها لا تشكل إلا نسبة ضئيلة من الأصول المستثمر فيها، وسبب ذلك أن هذه الالتزامات لا تعدو أن تكون إما مصاريف إدارية وهي محدودة بنسبة معينة من الأصول القائمة، وإما قروضا من جهات أخرى، وهي لا تشكل إلا نسبة قليلة من الأصول، لأن عامة القوانين والأنظمة تقيد نشاط الصندوق في الاقتراض بنسب محددة لا يمكنه تجاوزها ،فعلى سبيل المثال تنص القواعد المنظمة لصناديق الاستثمار في مصر على أنه يجوز للصندوق الاقتراض من الغير بما لا يتجاوز 10% من قيمة وثائق الاستثمار القائمة[2].

[1] منير إبراهيم الهندي، **أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال**، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر 1999، ص114.

[2] محمد صالح الحناوي ،**أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، الطبعة الثانية ،1997، ص581.

ثامنا: انقضاء الصندوق وتصفيته

ينقضي الصندوق في حالة انخفاض وحدات الاستثمار إلى 50% من إجمالي عدد الوحدات المكتتب فيها ما لم يقرر أغلبية حملة الوحدات استمرار نشاط الصندوق. كما ينقضي الصندوق في حالة رأى مدير الصندوق أن قيمة موجودات الصندوق المستثمرة غير كافية لتبرير مواصلة تشغيل الصندوق، أو إذا حدث تغير في القوانين أو إذا طرأت ظروف أخرى يعتبرها مدير الصندوق سببا لإنهاء تصفيته[1].

المطلب الثالث: كيفية تسعير وحدات صناديق الاستثمار وسياسته التسويقية

بعد التشغيل الفعلي للصندوق يقوم مدير الصندوق بإجراء تقييم دوري للوحدة الاستثمارية إما يوميا أو أسبوعيا أو في أيام محددة من الأسبوع، حسب ما تنص عليه لائحة الاكتتاب، والهدف من ذلك هو تحديد السعر الذي يبنى عليه تداول الوحدة الاستثمارية بيعا وشراء من أجل تسويق وحدات صناديق الاستثمار.

الفرع الأول: كيفية تسعير وحدات صناديق الاستثمار

يوجد ثلاثة قيم للوحدات التي تصدرها صناديق الاستثمار وهي:[2]

قيمة الإصدار: وهي القيمة التي تصدر بها الوحدة عند الاكتتاب المبدئي.

القيمة الحقيقية: وهي صافي قيمة الأصول المكونة للصندوق مقسومة على إجمالي عدد وحدات الصندوق المستحقة في تاريخ التقييم،

القيمة السوقية: وهي القيمة التي تباع بها الوحدة الاستثمارية، وثمة فارق في تحديد القيمة السوقية في صناديق الاستثمار المفتوحة عنها في الصناديق المغلقة.

---

[1] السيد عليوة ،**تحليل مخاطر الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، دار الأمين، القاهرة، مصر ،2006، ص89.

[2] غانم إياس ، مرجع سبق ذكره، ص25.

أولا: تسعير وحدات صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة (صناديق الاستثمار المشتركة)

في الصناديق المفتوحة لا يسمح بشراء أو بيع الوحدة إلا من مدير الصندوق فهو يحدد سعرين للوحدة هما:[1]

1- **سعر البيع:** وهو السعر الذي يبيع به المدير الوحدات للمستثمرين، ويساوي القيمة الحقيقية للوحدة مخصوما منها أي أتعاب إدارية إن وجدت.

2- **سعر الشراء**: هو السعر الذي يشتري به المدير الوحدات من المستثمرين، ويساوي القيمة الحقيقية للوحدة مخصوما منها أي أتعاب إدارية إن وجدت.

ويمثل الفرق بين هذين السعرين (البيع والشراء) عمولة يتقاضاها المدير من المستثمرين، وقد تعمد بعض الصناديق إلى توحيد السعرين بما يساوي القيمة الحقيقية، إلا انها تفرض رسوم استرداد أو اشتراك بنسبة معينة من المبلغ المستثمر.

ثانيا: تسعير وحدات صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة

المساهم في هذا النوع من الصناديق يشتري الوحدات ويبيعها في السوق المالي. أي لا يشتري وحداته من صندوق الاستثمار مباشرة، كما لا يقوم صندوق الاستثمار بشراء الوحدات من مساهميه في حالة رغبتهم بالبيع، وتلعب عوامل العرض والطلب دورا أساسيا في تحديد أسعار الوحدات. ولذلك فإن سعر الوحدة قد يرتفع أو ينخفض عن القيمة الصافية للأصل. ففي حالة كون الوحدة تباع بقيمة أقل من القيمة الصافية لها يقال بأنه بيع بخصم أما في حالة بيع الوحدة بأعلى من قيمتها الصافية فيقال بأنه بيع بعلاوة[2].

---

[1]منير إبراهيم هندي، **أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال** ، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، الطبعة الثالثة ،2005 ، ص114.

[2]هشام جبر ، مرجع سبق ذكره، ص16.

الفرع الثاني: دور المعلومات المحاسبية في نجاح صناديق الاستثمار

بصفة عامة يمكن القول بأن زيادة كفاءة أسواق الأوراق المالية ترتبط ارتباطا وثيقا بما توفره النظم المحاسبية من معلومات عن الأوراق المالية التي يتم تداولها، وكذا عن الشركات المصدرة لها. ولذا يمكن للمعلومات المحاسبية أن يكون لها دور كبير في نجاح وزيادة فاعلية أداء صناديق الاستثمار، وذلك من خلال الآتي:[1]

أولا: توفير المزيد من الإفصاح في محتويات القوائم المالية لصناديق الاستثمار واعتبار ما نصت عليه التشريعات في هذا الصدد هو الحد الأدنى.

ثانيا: إعطاء أهمية خاصة للمذكرات والملاحظات التي يتم توضيحها في القوائم المالية لصناديق الاستثمار وبصفة خاصة فيما يتعلق بالطرق والمبادئ المحاسبية التي يتبعها الصندوق والأصول والالتزامات المحتملة وحقوق الدائنين ومالكي الوثائق.

ثالثا: التوسع في استخدام القوائم والكشوف والبيانات الإضافية، وكذا الملاحق واعتبار ذلك متمما للقوائم المالية المنشورة عن صناديق الاستثمار.

رابعا: إتاحة التقارير والقوائم المالية لصناديق الاستثمار للمستفيدين منها في الوقت المناسب.

خامسا: أن يتوافر في المعلومات الواردة بالتقارير المالية لصناديق الاستثمار الوضوح والقابلية للفهم من قبل مستخدميها.

سادسا: الإفصاح عن أسس ونسب توزيع الأرباح بين أطراف الصندوق المختلفة.

هذه العوامل من شأنها أن تعمل على توفير وترسيخ الثقة والطمأنينة لدى المستثمرين وكذا الراغبين في الاستثمار في صناديق الاستثمار، فضلا عن إتاحة الفرصة لهم لاتخاذ قرار التعامل مع هذا الصندوق أو ذاك.

---

[1] عصام عبد الهادي أبو النصر، **نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار في ضوء الفكر الإسلامي**، نـــدوة" صـناديق الاستثمار في مصـر : الواقع والمستقبل"، كلية التجارة - جامعة الأزهر، مصر ،22 / 3 / 1997، ص12.

المبحث الثالث: أصول صناديق الاستثمار

تتخذ صناديق الاستثمار شكل محافظ استثمارية تتكون من مجموعة مختلفة من الأوراق المالية وتـدار هذه المحفظة بواسطة مديرين محترفين لديهم القدرة والإمكانيات اللازمة لإدارة هذه الاستثمارات مما يتـيح للمستثمرين التنويع، الإدارة المهنية الخبيرة، السيولة السريعة والتسعير المناسب أو العادل، وتختلف أصـول المحافظ الاستثمارية من محفظة إلى أخرى سواء كانت أصول حقيقية أو أصول مالية أو الاثنين معا.

المطلب الأول: محافظ صناديق الاستثمار

إن ازدياد حجم الموارد المالية يستدعي البحث عن مجالات مهمة لتوظيف هذه الأموال في إطار صناديق الاستثمار التي تقوم بعملية بناء وتشكيل المحافظ الاستثمارية التي تتيح للمستثمرين الاستفادة من مزايا التنويع وبالتالي تقليل المخاطر وخاصة في ظل التقلبات التي تتسم بها الأسواق المالية مع الحصول على عائد مرضي لذلك تعتبر من المواضيع التي شكلت حيزا كبيرا في حقل الإدارة المالية نظرا لما تحققه من مرد ودية للمستثمر وبالتالي كان لابد من التطرق لبعض المفاهيم المتعلقة بها.

الفرع الأول :مفهوم محافظ صناديق الاستثمار وأنواعها وأهدافها

إن امتلاك الأوراق المالية المختلفة من قبل المستثمر يمهد لتكوين المحفظة المالية التي تستدعي ضرورة معرفة أنواعها المختلفة بدقة لتت وافق مع الأهداف المسطرة من قبل مدرائها.

أولا : تعريف المحفظة الاستثمارية والمالية

1 -**تعريف المحفظة الاستثمارية**

هي مجموعة الأصول والاستثمارات المجمعة في كيان استثماري واحد مع مراعاة العلاقة بين مكوناتها بهدف تحقيق أعلى عائد ممكن في ظل مستويات المخاطرة

المحيطة بالأسواق أو تحقيق أقل درجة من المخاطرة في ظل مستويات مختلفة من العوائد.[1]

هي أداة استثمارية مركبة من الأصول الحقيقية والمالية يستثمر فيها المستثمر أمواله مأخوذة كوحدة واحدة شريطة أن يكون هدف المستثمر تقليل مخاطر الاستثمار عن طريق تنويع الأصول المستثمر بها وتنمية قيمتها السوقية. [2]

من خلال التعريفين السابقين يمكن صياغة التعريف التالي:المحفظة الاستثمارية هي بمثابة أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين فأكثر وتخضع لإدارة شخص مسئول عنها يسمى مدير الحافظة، وقد يكون مالكا لها قد يكون مأجورا وتختلف في تنوع أصولها إذ يمكن أن يكون جميع أصولها حقيقية مثل الذهب، العقار ويمكن أن يكون أيضا جميع أصولها مالية كالأسهم والسندات ....وفي أغلب الأحوال تكون مختلطة من الأصول الحقيقية والمالية.[3]

2- تعريف المحفظة المالية

من بين التعاريف المقدمة للمحفظة المالية ما يلي:

-هي تشكيلة من الأوراق المالية المملوكة من طرف المستثمر، تمثل استثمارات مناسبة يتم تداولها بحرية في ظل شفافية السوق .والهدف من استخدام أسلوب المحفظة هو تحسين ظروف عملية الاستثمار من خلال حصول كل مستثمر على ملكية الاستثمار لمجموعة من الأوراق المالية، لا يمكن الحصول عليها في ورقة مالية واحدة.[4]

---

[1] سعيدة تلي، **التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية، دراسة قياسية لأسهم مسعرة في البورصة تونس،** رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009 ص 08

[2] احمد معجب العتيبي ، **المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي**، دار النفائس للنشر و التوزيع ، عمان الأردن

[3] محمد مطر فايزتيم، **إدارة المحافظ المالية** ، دار وائل للنشر و التوزيع عمان، الاردن،ط1، 2005 ص169

[4] Lambovska Maya ,Marcbev ,Angel, Investment Portfolio Evalation by the Fu 334 Approach Journal Of Competiti veness,issu3/2021 p:14,1/03/2015 **www.c journal.cz/files/63.pdf**

-عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية تشكل مربع متجانس من هذه الأوراق تم اختيارها بعناية وبدقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات ولذلك فهي تتكون من عدد مناسب وهائل من الأوراق المالية كالأسهم السندات تختلف وتتباين من حيث قيمة كل منها من حيث معدل العائد المتولد عنها ومن حيث مدة استحقاقها.[1]

-وبالتالي يمكن تعريف المحفظة المالية على أنها:"إنها توليفة من الأوراق المالية)أسهم أو سندات، أو أسهم وسندات(التي يمسكها المستثمر لتخفيض المخاطر، وتعظيم العائد حيث تشكل العائد والمخاطرة حجر الأساس في إدارتها والمبادلة بين هذين العنصرين يمثل جوهر المحفظة.[2]

إن المحفظة الاستثمارية عادة مالها تأثير هام على هيئة التنظيم ككل لسعر الفائدة على المخاطر الجانبية، لذاك ينبغي على هذه الهيئة أن تعتبر الاستثمار ذو المؤسساتي ذو الصلة أو الذي يرتبط بالحدود الحساسة للمحافظ[3].

ولإنشاء محفظة متنوعة يجب التركيز على ستة عناصر رئيسية هي:

-تحديد أهداف الاستثمار والعقبات والقيود.

-إستراتيجية واسعة تخصيص فئات الأصول مثل الأسهم، الدخل ثابت والنقد.

-تخصيص الأصول دون فئات مثل أسهم الولايات المتحدة وغير الأسهم الأمريكية أو أسهم رأس المال وما إلى ذلك.

-تخصيص فهرس للأصول المدارة بفعالية.

-الضرائب على المستثمرين، علاوات، ضرائب الاستثمار و/أو الحسابات المصفاة من الضرائب.

---

[1] محسن أحمد الخضيري، **كيف تتعلم البورصة في 24 سا**، اشتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، ط 1، ص12

[2] ارشد فؤاد التميمي،اسامة عزي سلام، **"الاستثمار بالأوراق المالية "**،المس يرة للنشر والتوزيع ،عمان، الاردن، ط1، بدون سنة نشر ،ص 222.

[3] Federal Housing Finance Agency .Examination Manual public Investment portfolio management .version 10, November 2013, p: 8, 19/02/2015 **http://www.fhfa.gav/supervision Regulation/document**.

-اختيار مدراء فرديين، أموال أو الأوراق المالية لملأ الحصص. [1]

ثانيا :أنواع المحافظ المالية

يمكن تقسيم المحافظ المالية حسب عدة معايير نذكر البعض من هذه الأنواع.

1-**محافظ الدخل (العائد المنتظم) :**

هي التي تبحث عن تحقيق أقصى العوائد سواء كانت من التدفقات الاعتيادية أو من فروق الأسعار ولا خلاف حول تركيز الإدارة في هذه المحفظة على أكبر حجم وأسرع وقت لهذا الغرض غير أن المسالة تختلف حول علاقة العائد بالمخاطرة، وهنا تتباين سلوكيات المدراء مابين التحوط والمقامرة ويفترض بهؤلاء عدم الإفراط في الاستثمار في حالات عدم التأكد وإلا تنعكس النتائج السلبية على وظائفهم.[2]

2-**محافظ النمو(الربح)** :

هي التي تبحث عن كيفية الحفاظ على وتائر نمو كل من الأصول والعوائد ومن هنا فإن معدلات النمو تكون المعيار الأساسي لانتقاء الأدوات وتحريكها في الأسواق المتاحة ثم لتقويم أداء المدراء فهي تتسم بالتحوط العقلاني وترقب الفرص الأكثر ربحية حيث يهتم مستثمر النمو باختيار أسهم الشركات التي تتمتع بالكفاءة وهي تلك الشركات التي تحقق عائدا عاليا ونسبة مخاطرة قليلة بالقياس إلى السوق.[3]

3-**المحافظ المتوازنة(المختلطة)**:

تقع في الوسط بين محفظة الدخل ومحفظة النمو، وهي تهدف لحماية رأس المال مع تأمين دخل معين، لذا فهي تشتمل على أكثر من صنف واحد للأصول وتركيبتها يجب أن تكون مبنية وفقا لتنسيق إستراتيجي يشترط مزج الأصول في دليل

---

[1] Scottj.Donaladson and others vanguards framework for contraching diversified portfolio, April 2013 p: 02, 19/02/2015 **http://adreisors.vanguard.com/ive/pdf/IcRPC.PDF.**

[2] هوشيار معروف، **الاستثمارات والأوراق المالية** ، دار صفاء للنشر والتوزيع ،عمان، الأردن، ط1، 2003، ص 228

[3] محمد صالح جابر ،**الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية** ،دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن ط3،2005 ،ص 276.

الاستثمار للعملاء. وليس وفقا لنسبة تكتيكية من الأصول المستثمرة في فئات الأصول المختلفة.[1]

4- المحافظ الدولية:

هي المحفظة التي تضم أوراق مالية في بورصات عالمية . وأهم المزايا التي توفرها للمستثمرين هي ميزة التنويع، التي توفر سمة الأمان النسبي، وذلك لأنها منوعة تنويعا جيدا من ثلاث زوايا هي تنويع الأصول، تنويع الجغرافي، تنويع العملات.[2]

5- المحافظ الخاصة (محافظ العملاء):

هي التي تشكل بناءا على طلب العملاء وحسب رغباتهم، حيث يحدد المستثمر في هذا النوع من المحافظ لمدير المحفظة الأدوات التي يرغب أن تتضمنها المحفظة ونسب توزيعها، وتعليمات إدارتها، بحيث يقوم المدير بتنفيذ تعليمات العمل ويعمل وفق توجيهاتها، وقد يترك العميل لمدير محفظة حرية التصرف وفق ما تقتضيه ظروف السوق.

6- المحافظ العامة(محافظ المؤسسات):

هي محافظ مؤسسات عامة استثمارية مشكلة سلفا من أدوات استثمارية متنوعة على شكل صناديق مشتركة وقد تكون على شكل شركات استثمارية ذات أسهم مطروحة للاكتتاب العام، وفي هذه الحالة فإن المستثمر يعتبر مساهما في رأس المال، ولا يكون له دور في إدارة المحفظة إلا بالقدر الذي توفره له ملكية من أسهم.[3]

---

[1] Guidance Statement On Composite Definition, Global Investment Performance Standards,CFAEnstitude,2014,1/1/2011.P:08.11/03/2015.**WWW.gisstanards.org.**

[2] غالية مليك، **أثر التنويع الدولي على خصائص المحفظة المالية**، دراسة تطبيقية على مجموعة من الأسواق المالية خلل الفترة (2010-2013)، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماستر أكاديمي في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2013ص 05.

[3] بن موسى كمال، **المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها**، مجلة الباحث، العدد الثاني، جامعة الجزائر ،2004، ص 38

ثالثا: أهداف المحافظ المالية

يساعد نموذج المحفظة المستثمر في تحقيق أهدافه الاستثمارية والشخصية باستعمال إستراتيجية تخصيص الأصول التي تأخذ بعين الاعتبار معدل العائد التاريخي على استثمار الأصول المختلفة خلال مدة طويلة من الزمن[1] . وأهم الأهداف التي يطمح المستثمرين إلى تحقيقها من خلال تكوينهم للمحافظ المالية ما يلي:

1- **الحفاظ على رأس المال الأصلي:**

يعتبر هدف أساسي لاستمرار المستثمر بالسوق.

2- **تنمية المحفظة وتنويعها:**

وذلك بتضخيم قيمتها الرأسمالية، فنمو رأس المال له أهمية خاصة بالنسبة لغالبية المستثمرين، لما يحققه من المكاسب الفعلية المؤجلة التي يحققها المستثمر من استثماراته وبالتالي تزويده بضمانات إضافية في المستقبل.[2]

3- القابلية للسيولة والتسويق:

على مدير المحفظة اختيار الأوراق المالية القابلة للسيولة في أي وقت بدون أن يحصل منها خسائر. وهي الأوراق المالية المتداولة يوميا حيث أن أسعار الشراء والبيع معروفة لدى المشتري والبائع.

---

[1] ING Special Report ,North America Insurance Corporation, Model, portfolio ,A Model that lives up to your personal standard,2010,11/03/2015 **www6.voyaetirement plans.com/Sponsor Extranet/Model portfolios.pdf**

[2] **تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار**، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية قسم الاقتصاد، جامعة القاهرة، على الموقع: www.sadesshare.net.I

4- استقرار تدفق النقد:

على مدير المحفظة اختيار أوراق مالية تحقق دخل شبه ثابت وذلك لضمان معدل معين من استمرار تدفق النقد من المحفظة، وهناك أوراق مالية تحقق دخل ثابت مثل السندات وكذلك بعض الأسهم خصوصا أسهم الشركات القوية.[1]

5- تحقيق أقصى عائد:

يتحقق عائد المحفظة في الحصول على أكبر معدل فائدة بالنسبة للسندات أو الحصول على أكبر حصة ممكنة من الأرباح الموزعة بالنسبة للأسهم، وتتباين المحافظ المالية من حيث القيمة ومعدل العائد المتولد عنها الذي يتمثل في ناتج قيمة صافي الربح المتولد عن الاستثمار على قيمة ذلك الاستثمار.[2]

6- التنويع:

يقدم التنويع طريقة طبيعية لتخفيض الخطر[3] وهو القاعدة الأساسية التي ترتكز عليها مفهوم المحفظة ويجب أن يراعي مدير المحفظة هنا كلفة التنويع والإدارة والصيانة والمعلومات المطلوبة عن مكونات المحفظة وهناك أسلوبين للتنويع هما أسلوب التنويع البسيط وتنويع ماركوتز الذي يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لمكونات المحفظة بمراعاة الارتباط في العوائد المتولدة عنها.[4]

---

[1] غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، دار المناهج للنشر والتوزيع ،عمان، الأردن، ط1،2013، ص 21.

[2] منير ابراهيم هندي، **ادارة البنوك التجارية**، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، ط3، 2000، ص ص 292-293.

[3] محمد عبيد الله، **تمويل الشركات من منظور اسلمي**، مذكرة تدريسية، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2006، ص29.

[4] عماد عبد الحسين دلول ،**تقسيم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوءة باستخدام نموذج التأكد المعادل**، دراسة حالة في عينة في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية مجلة الإدارة و الاقتصاد ، العدد الحدي و الثمانون ، الجامعة المستنصرية ، العراق ، 2010 ص44.

-تعتبر نظرية المحفظة أسلوبا فعالا لتحليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية لأنها ترتكز على مبدأ تنويع المخاطر وتخفيضها عن طريق ربط الاستثمار في الأوراق المالية مع بعضها البعض عند إدارة وتكوين المحفظة.[1]

-استثمار الأموال الفائضة عن حاجات المصرف وتنفيذ تعليمات وتوجيهات البنوك المركزية والتي تقوم بتشجيع المحافظ الاستثمارية.[2]

الفرع الثاني:آليات تكوين المحافظ المالية

لتكوين محفظة مالية مطابقة تماما لرغبة المستثمر واحتياجاته لابد من التحديد المسبق للضوابط المفروضة على تكوينها بالإضافة إلى القيود التي تفرضها.

أولا :ضوابط تكوين المحافظ المالية

لغرض بناء محفظة استثمارية مثلى لابد على المستثمر الالتزام بالضوابط التالية:

-الاعتماد على رأس المال الخاص بالمستثمر في تمويل محفظة دون اللجوء للاقتراض

-يجب أن يكون مزيج الأوراق المالية ملائم لأهداف المحفظة وبالمخاطر التي تحددها إدارة المحفظة.

-يجب تحديد دورة الاستثمار أي الفترة الزمنية للاستثمار مسبقا، ويتم اختيار أنواع الاستثمارات التي تتلاءم مع تلك المدة أي هل هي استثمارات قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.

-إمكانية إجراء التغييرات في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت الظروف الاقتصادية أو ظروف الشركات أو القطاع الذي ينتمي إليه الأوراق المالية في المحفظة وبشكل يسمح

---

[1] بن عمر بن حاسين ،**فعالية الاسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، 2013، ص 113.

[2] نسرين سميح ابو رحمة، **السيولة المصرفية وأثرها على العائد والمخاطرة، دراسة تصفية على المصارف التجارية الفلسطينية**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم إدارة أعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2009، ص 57.

لها بتحمل مخاطر أكبر أو بالعكس حسب ظروف السوق أو أي تغيير في أداء أحد الأسهم بصورة لافتة للنظر.

-تحقيق مستوى ملائم من التنويع بين القطاعات التي تشكل منها الأوراق المالية داخل المحفظة، فمن الخطأ تركيز الاستثمارات في أسهم شركات واحدة في إن كان رأس المال المستثمر صغيرا، فكلما زاد تنوع الاستثمار في قطاعات مختلفة أدى إلى انخفاض المخاطر.

-الظروف الشخصية للمستثمر من حيث العمر والوضع الاجتماعي للمستثمر وحالته الصحية ومعدل دخله وطبيعة النظام الاقتصادي والنظرة النفسية للأموال ومدى تقبل فكرة المخاطر.

-يجب أن يكون هناك جزء من الحافظة يحتوي على أسهم الشركات منخفضة المخاطر، وجزء آخر للأسهم العالية المخاطر والتي يكون العائد بها مرتفعا وذلك وفقا لقدرة المستثمر لتحمل مثل هذا المستولى من المخاطر.

- يجب أن يقارن أداء الحافظة مع أحد مؤشرات السوق[1]

ثانيا :خطوات تشكيل المحافظ المالية

من أجل تشكيل حافظة الأوراق المالية يجب إتباع عدة خطوات وهي:[2]

1-**دراسة خصائص الأوراق المالية:**

يقصد بدراسة خصائص الورقة المالية دراسة عائد ومخاطر المالية وذلك على مستوى السوق المحلي إذا كانت حافظة محلية، أو على مستوى عدة أسواق مالية عالمية إذا كانت الحافظة دولية.

[1]دريد كامل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار المسير للنشر والتوزيع والطباعة ،عمان، الأردن، ط1،2010،ص ص 20-21.

[2]سارة عبدلي، **أساليب قياس اداء حافظة الأوراق المالية دراسة حالة بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011**،رسالة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص ص 16-17.

2-**اختيار الأوراق المالية**:

يمثل الخطوة الثانية في التركيز على اختيار مجموعة من الأوراق المالية المتاحة والمميزة التي تحقق أعلى عائد وبأقل مخاطرة.

3-**تقييم محفظة الأوراق المالية:**

ويتم تقييمها لمعرفة مدى صحة الاختيارات و **قياس الأداء** و **مقارنة الأداء** .

4-مراجعة محفظة الأوراق المالية:

بما أن أوضاع البورصة والظروف المحيطة بها غير مستقرة، فيجب على مديرو المحفظة متابعة ومراجعة محفظة الأوراق المالية، والاستناد على نظام معلومات فعال يمكنه من معرفة كل التطورات التي تطرأ على الأوراق المالية .

ثالثا: مبادئ تكوين محافظ مالية ناجحة

هناك عدة مبادئ لابد للمستثمر –صاحب المحفظة أو القائم على تشكيلها –أن يراعيها عند تكوينه للمحفظة المالية وذلك ليتحصل على تشكيلة أوراق مالية ناجحة، نذكر البعض منها على سبيل الذكر لا على سبيل الحصر.

1-**مبدأ القياس الكمي:**

ويعني إمكانية قياس قيم العائد المتوقع من الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية، وبالمقابل امكانية قياس درجة الخطر التي تنطوي عليها المحفظة المالية، ولقياس العائد والخطر لابد من توفر المعلومات الكافية عن العائد والمعطيات الاقتصادية المتوقعة في المستقبل، والتي يعتمد عليها في تقييم العائد المتوقع من المحفظة المالية ككل.

2-مبدأ الشمول:

ويقصد به اشتمال المحفظة المالية على معظم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من أسهم، سندات، سندات حكومية، آذونات الخزينة ...، وذلك حتى يتم تحقيق عائد مرتفع ومستقر نسبيا بأقل مخاطرة ممكنة.[1]

3-مبدأ الارتباط:

ويهدف هذا المبدأ إلى تخفيض درجة المخاطرة التي تصاحب تكوين محفظة الأوراق المالية في ظل درجة الارتباط بين العوائد المحققة من الاستثمار بين أوراق مالية لشركات مختلفة، فمعامل إرتباط عوائد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية له علاقة طردية مع درجة المخاطرة الخاصة بهذه المحفظة المالية.

4-مبدأ الجودة:

تعني جودة الورقة المالية قابليتها للتداول في السوق دون تعرضها لمخاطر كبيرة، أي أنه كلما كانت درجة المخاطرة قليلة بالنسبة لبيع وشراء الورقة المالية دون تعرضها للخسارة كلما كانت جودتها أفضل ولهذا تعتبر من أهم المبادئ التي تأخذ بعين الاعتبار في تكوين المحفظة المالية.[2]

5-مبدأ التنويع:

إن استثمار الفرد لجميع مدخراته في سهم شركة واحدة يتصف بدرجة كبيرة من المجازفة ،مما يجعلها عرضة لجميع أو أغلب المخاطر، لذلك يمكن للمستثمر التخفيف من المجازفة[3] بتكوين محفظة مالية متنوعة، ويؤدي التشكيل الجيد لها إلى تخفيض

---

[1] بوزيد سارة، **إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، دراسة حالة بنك BNP.PARIBAS**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة ،2007، ص ص 14-15.

[2] بوزيد سارة، مرجع سابق، ص 15.

[3] محمد عوض عبد الجواد، علي ابراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة أسهم، سندات أوراق مالية**، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان2006 ص53.

درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد.

وبالرغم من أن صناديق الاستثمار تشمل على نفس مكونات المحفظة الاستثمارية إلا أنه ثمة خصائص عديدة يمكن من خلالها التفريق بينهما، والجدول الآتي يبين أهم خصائص كل من صناديق الاستثمار والمحافظ الاستثمارية:

جدول رقم (1- 2): أهم خصائص صناديق الاستثمار والمحافظ الاستثمارية

الصندوق الاستثماري	المحفظة الاستثمارية
الصندوق يرخص من قبل جهة حكومية بعد موافقة البنك المركزي	المحفظة لا تحتاج إلى ذلك
يتمتع الصندوق بالشخصية الاعتبارية والذمة المالية المستقلة طبقا للقوانين التي تنظم عمله	المحفظة مملوكة للعميل
للصندوق اسم معين	للشركة مدير يمسك حسابات خاصة بكل محفظة على حدة.
للصندوق: - مدير صندوق. - أمين استثمار. - مراقب حسابات.	للشركة مدير للمحفظة
للصندوق آلية في الاسترداد منصوص عليهـا في نشرة الاكتتاب	المدير يمسك حسابات خاصة بكل محفظة على حدة ويحق للعميل إنهاء المحفظة أو تحويل مجوداتها إليه بالاتفـاق مـع الـشركة المـديرة للمحفظة.
هناك أسس فنية لتقييم الوحدات الاستثمارية، وينشر سعر التقييم في جريدتين يوميتين على الأقل	- يتم تقييم المحفظة من خلال أسعار الإقفال بالسوق. - تتحمل المحفظة رسوم الإدارة ومصاريف التداول.

للصندوق مدة زمنية مرخص بها.	مدة المحفظة تنظمها بنود عقود المحفظة.
- للصندوق رأس مال ثابت أو متغير بحدود معينه حسب نشره الاكتتاب. - يقسم رأس المال لعـدد مـن وحـدات الاستثمار ذات قيمة اسمية.	للمحفظة رأس مال متغير حسب الاتفاق.

المصدر: عبد الحميد محمود البعلي، **إدارة صناديق الاستثمار (الواقع التنظيمي والتخريج الشرعي وضوابطه الفقهية)**، ورقة بحثية مدرجة ضمن المؤتمر الأول للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2007/06/05، ص48.

المطلب الثاني: طرق تقييم أداء صناديق الاستثمار

تمثل عملية تقييم صناديق الاستثمار أمرا ضروريا بالنسبة لكل من إدارة الصندوق والمستثمرين فإدارة الصندوق يهمها الوقوف على نتائج أداء الصندوق حتى يمكن تحديد الأساليب المزمع استخدامها لتطوير أدائه في المستقبل، وبالنسبة للمستثمرين فيمكنهم تقييم الصناديق من الاختيار بين الصناديق المختلفة المتاحة في السوق.

الفرع الأول: أسس قياس وتصنيف أداء مدير المحفظة

أولا: أسس قياس أداء مدير المحفظة الاستثمارية

لقياس أداء مدير المحفظة الاستثمارية لابد من الأخذ بعين الاعتبار عدة مبادئ:[1]

1 - أن قياس القيمة الصافية لأصول المحفظة يجب أن يتم على أساس القيمة السوقية وليس على أساس تكلفتها التاريخية.

2 - أن تتم مقارنة الأداء الفعلي المتوقع من هذه الاستثمارات، وذلك وفق آلية السوق المالية بعد أخذ حساسية أصول المحفظة ممثلة بعامل "بيتا" للمحفظة بعين الاعتبار.

3 - يجب أن تتم عملية التقييم والأداء في إطار مراعاة عنصري العائد والمخاطرة.

4 - كلما طالت الفترة الزمنية التي تنقضي بين عملية التقييم والتي تليها، كلما زادت النتائج دقة وموضوعية.

---

[1] محمد مطر، **إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية**، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2003، ص ص139 -140.

5 - أن يتم مقارنة أداء المحفظة الاستثمارية بأداء السوق المالي ككل مقاسا بأحد الأرقام القياسية أو المؤشرات المالية المتعارف عليها كمؤشر داوجونز (*Dow Jones*).

ثانيا: تصنيف أداء مدير المحفظة

يتم تصنيف أداء مدير المحفظة ضمن إحدى المستويات الثلاثة التالية:[1]

- أداء مقبول: يكون أداء مدير المحفظة الاستثمارية مقبولا عندما يكون العائد للمحفظة على خط السوق؛

- أداء جيد: يكون أداء مدير المحفظة الاستثمارية جيدا عندما يكون العائد على للمحفظة أعلى من عائد السوق؛

- أداء غير مقبول: يكون أداء مدير المحفظة الاستثمارية غير مقبول عندما يكون عائد المحفظة تحت خط السوق.

أما الأداة المستخدمة في هذا التنصيف فهي ما يعرف بمعادلة خط السوق والذي يمثل العلاقة بين متوسط العائد على الاستثمار في السوق ومتوسط المخاطرة المرجحة، ويمكن صياغة المعادلة كما يلي: [2]

$$RP^* \;=\; R_F \quad \alpha \; aP^*+$$

حيث:

R_P^* : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

R_F: معدل العائد المرجح للمحفظة.

---

[1]مروان شموط، كنجو عبود كنجو ،**أسس الاستثمار**، مرجع سبق ذكره، ص 284.

[2]محمد مطر، فايز تيم ،**إدارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سبق ذكره، ص186.

α: معامل المقايضة بين المخاطرة والعائد.

a_P^*: المخاطر المرجحة للمحفظة.

ويتم تصنيف أداء المدير بموجب ما تقدم على النحو التالي:

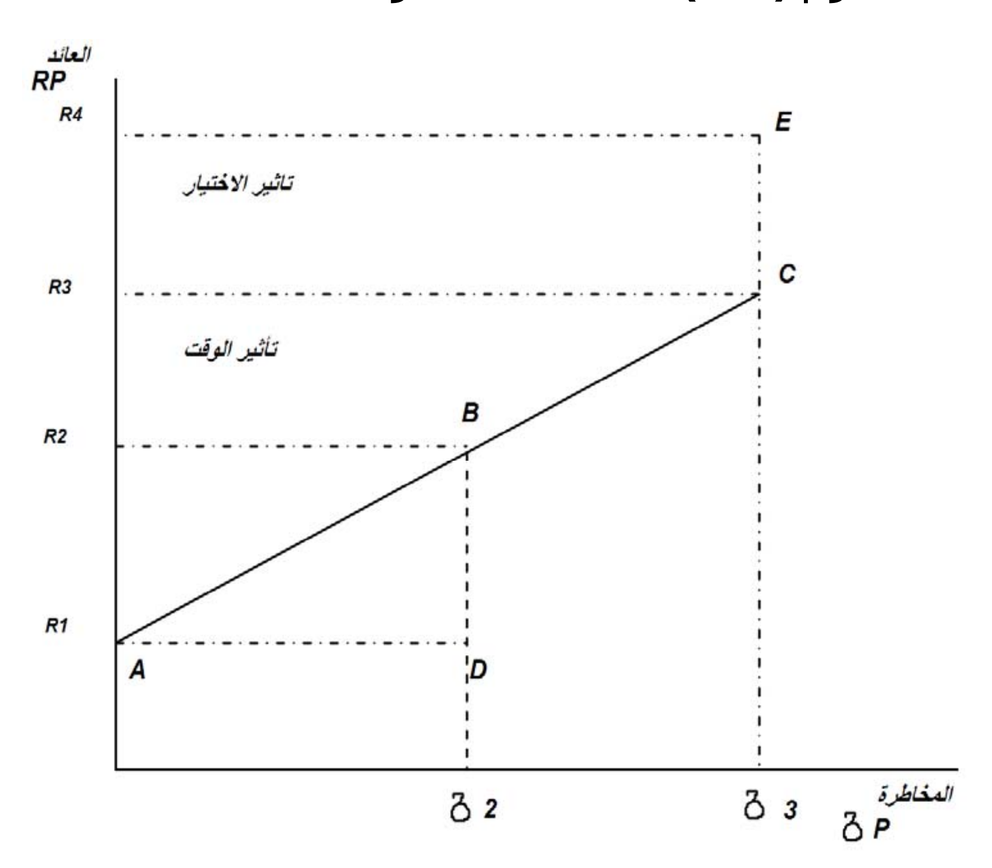
1 - إذا كان R_P^* مساويا تماما للعائد المحدد وفق معادلة خط السوق يكون أداء مقبولا؛

2 - إذا كان R_P^* العائد المحدد وفق معادلة خط السوق يكون أداءه جيدا؛

3 - إذا كان R_P^* أقل من العائد المحدد وفق معادلة السوق يكون أداءه ضعيفا وغير مقبول.

ويمكن توضيح كيفية الاستفادة من معادلة خط السوق في تصنيف أداء مدير المحفظة من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم (1 - 2): تصنيف أداء المدير



المصدر: محمد مطر ،**إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية**، دار وائل للنشر، عمان، الأردن ،الطبعة الخامسة ،2009، ص142.

يتضح من الشكل ما يلي:

- أن خط ABC يمثل خط أداء السوق، والذي يبدأ من النقطة A التي تمثل العائد عديم (خالي) من المخاطرة RF ؛
- أداء مديري المحفظة A مقبول لأنه استطاع تحقيق R_1 والذي يمثل العائد الخالي من المخاطرة؛
- كما أن أداء مدير المحفظة B هو الآخر مقبول لأنه حقق عائد R_2 بمخاطر مقبولة هي δ_2 ، كما أن مدير المحفظة C هو الآخر مقبول طالما أنه تمكن من تحقيق عائد وفقا للمخاطرة المقبولة لمستوى هذا وهي δ_3؛ - أما أداء مدير المحفظة D فهو غير مقبول، لأنه لم يحقق سوى العائد R_1 وذلك بمستوى مخاطرة δ_1 علما بأن المفروض به أن يحقق نفس معدل العائد ولكن بدون أي مخاطرة؛
- وبالمقابل فإن أداء مدير المحفظة E كان جيدا، لأنه تفوق على أداء السوق محققا عائدا R_4 بمستوى مخاطرة δ_3 فقط؛
- بمقارنة أداء مدير المحفظتين B و C يمكن إرجاع الفرق في الأداء الذي حققه المستثمر E عن المستثمر C بما يعرف بتأثير إدارة المحفظة *Management Influence* وذلك بفضل عاملين هما:

أ - **تأثير التوقيت**: ويقصد به أن مدير المحفظة E استعمل الوقت بطريقة كفؤة، وذلك عن طريق تغيير حساسية المحفظة (معامل بيتا)، وذلك بتعديل أسعار محفظته باختيار أسهم ذات معامل (بيتا) منخفض أو باختيار أسهم ذات معامل (بيتا) مرتفع قبل ارتفاعها؛

ب- **تأثير الاختيار**: يقصد بذلك قدرة مدير المحفظة E على اختيار أدوات الاستثمار التي تفوق قيمتها سعرها السوقي.

الفرع الثاني: قياس أداء صناديق الاستثمار

يمكن قياس أداء صندوق استثماري من خلال التقارير والقوائم المالية التي تنشر دوريا في الصحف والتي تركز على القيمة الصافية للأصل الاستثماري للصندوق والأرباح الايرادية والرأسمالية الموزعة خلال الفترة والاعتماد على هذه التقارير والبيانات يمكن قياس أداءها من خلال أسلوبين أساسين هما :الأسلوب البسيط والأسلوب المزدوج.

أولا: الأسلوب البسيط:

يقاس عائد الاستثمار في الصندوق باستخدام المعادلة التالية:[1]

$\text{ع}_{\text{ق}} = \frac{(\text{ق}1 - \text{ق}) + \text{ي} + \text{ر}}{}$ حيث أن:

ع:معدل العائد على الاستثمار.

ق:قيمة الوثيقة الصافية في بداية الفترة.

ق_0: قيمة الوثيقة الصافية في نهاية الفترة

(ق_0-ق):الأرباح رأسمالية والتي يعكس التحسن في القيمة السوقية للتشكيلة

ي،ر :الأرباح الايرادية والرأسمالية الموزعة خلال الفترة

ثانيا: الأسلوب المزدوج :

إن الأسلوب البسيط لا يأخذ بعين الاعتبار المخاطر التي تتعرض لها الأصول المالية المكونة للصندوق بينما الأسلوب المزدوج يأخذ كلا من العائد والمخاطرة على حد سواء عند قياس أداء الصندوق، ومن أبرز الأساليب المزدوجة ما يلي:

---

[1] ضرار يوسف الغانم، **اتحاد الشركات الاستثمارية صناديق الاستثمار**، ط1، ديسمبر 2008، ص 108.

1- مقياس شارب:

قدم وليام شارب مقياسا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية وينطبق كذلك على صناديق الاستثمار أطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد وتوضحه المعادلة التالية:[1]

ش= م ع- خ/ر

حيث:ش: قيمة المؤشر أو المقياس

م ع: متوسط العائد خلال فترة معينة

خ: معدل العائد الخالي من الخطر

ر:الانحراف المعياري للعائد عن الفترة

آخذا في الحسبان مستوى تقلب العائد كتعبير عن الخطر وهذا المؤشر يقيس عمليا مستوى كفاءة الأداء في المحفظة أو الصندوق [2].وكلما ارتفع فإنه يشير إلى الأداء الأفضل للصندوق ويتم مقارنة قيمة المقياس مع أداء صناديق أخرى مماثلة له في حجم وطبيعة الأصول المالية المستثمرة.

2- مقياس ترينور:

يقصد بمؤشر ترينور نسبة الفائض على المحفظة للمخاطر المنتظمة أي المخاطر غير القابلة للتنويع وتقاس هذه الأخيرة بالمعامل بيتا وكلما كانت النسبة مرتفعة كلما كان أداء الصندوق أفضل ويقوم على الفصل بين المخطر المنتظمة والمخاطر الغير المنتظمة، حيث يفترض أن المحافظ تم تنويعها تنويعا جيدا أو بالتالي تم القضاء على

---

[1] ابراهيم راشد الشمري، **"دور الميزة التنافسية في بناء المحفظة الاستثمارية الكفؤة" دراسة تطبيقية في عينة من الشركات الصناعية**، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الخامس والسبعون، العراق، 2009،ص 103.

[2] محمد شاكر ،**ندوة في المحافظ والصناديق الاستثمارية تكوينها وإدارتها** ،هيئة الأوراق المالية والسلع،الامارات العربية المتحدة أبو ظبي، بدون سنة، ص 03.

المخاطر غير المنتظمة وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا كمقياس لمخاطر المحفظة.[1]

يحسب مؤشر ترينور وفق الصيغة التالية:

$$Tp = \frac{E(Rp)-Rf}{B}$$

حيث:$E(Rp)$:تمثل متوسط العائد على الاستثمار

Rf: عائد الاصل الخالي من المخاطرة

Rp: تمثل المخاطر العادية أو المنتظمة وتوجد معايير أخرى لأداء صناديق الاستثمار نذكر منها ما يلي:

1- **المحافظة على مستوى المخاطرة:**

هو مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوى المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق وذلك مقارنة مع مستوى المخاطر المحددة في هدف إنشائه .

2- **قياس التكاليف:**

هناك نوعان من التكاليف يصاحبان صناديق الاستثمار، تكاليف مباشرة يمكن قياسها ويقصد بها أتعاب الإدارة والمصاريف الإدارية تكون منشورة، أما التكاليف غير مباشرة وهي تكاليف المعاملات وتنقسم إلى تكاليف يمكن قياسها كعمولة السمسرة وتكاليف يصعب قياسها وهي هامش ربح بيع وشراء السهم .

[1]الحاج موسى منصوري، **اثر مخاطر سعر الفائدة على أداء محفظة الاوراق المالية دراسة حالة سوق دبي المالي**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص 35.

3- قياس مستوى التنويع:

من بين الأسباب المشجعة لشراء أسهم شركات الاستثمار المستوى العالي من التنويع الذي تتسم به تشكيلات الأوراق المالية التي تتضمنها الصناديق التي تكونها فأسهم هذه الشركات عادة ما تمثل الجانب الأكبر من استثمارات بعض الأفراد .

4- قياس متوسط معدل العائد:

قد يكون من الملائم الإطمئنان على مدى ملائمة معدل العائد على الاستثمار الذي يتولد عن الصندوق يتم ذلك بمقارنة متوسط العائد لأحد المؤشرات المناسبة. ففي حالة صناديق الاستثمار التي يكون في غالبيتها من أسهم عادية يتم مقارنتها بعائد محفظة استرشادية لأحد مؤشرات السوق مثل مؤشر ستاندر آندبور 233.[1]

المطلب الثالث: مزايا ومخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار

مما لا شك فيه أن صناديق الاستثمار كوسيلة من وسائل الاستثمار الجماعي تنعم بالعديد من المزايا التي لا تقتصر على مؤسسيها ومستثمريها فحسب، بل يمتد نفعها ليشمل الاقتصاد الوطني برمته. كما لصناديق الاستثمار مزايا هناك مخاطر قليلة لها، ومن هذا المنطلق قمنا بتقسيم هذا المطلب إلى عنصرين هما:

الفرع الاول : مزايا الاستثمار في الصناديق:

تعتبر عملية الاستثمار في الصناديق بالشكل المؤسسي المنظم من الأساليب المالية الحديثة التي لاقت رواجا كبيرا في العالم كله، وفي الدول العربية والإسلامية بشكل خاص، ومن أهم هذه المزايا ما يلي:

---

[1] جمال جويدان الجمل، **الأسواق المالية والنقدية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، ط1، 2002، ص ص 210-213.

أولا :إدارة الأصول بواسطة خبراء مختصين

وهنا يهيئ الفرصة لمن لديهم مدخرات ولا يمتلكون الخبرة الكافية لتشغيلها بأن يعهدوا بتلك المدخرات لفئة من الخبراء المحترفين في هذا المجال[1].

ثانيا: ملائمته لشتى شرائح المستثمرين

حيث أن الوحدات الاستثمارية ذات فئات مختلفة، منها الفئات الصغيرة والكبيرة، وهي بذلك تتناسب مع قدرات شتى شرائح المستثمرين.

ثالثا : التوازن بين المخاطرة والعائد

ليس بمقدور المستثمر الفرد تخصيص أمواله في استثمارات متنوعة بطريقة تؤدي إلى تحقيق التوازن بين المخاطرة والعائد إذا كانت تلك الأموال صغيرة الحجم، ولذلك توفر صناديق الاستثمار التي تجتمع فيها الأموال الكثيرة الفرصة له في الاستفادة من محاسن التنويع، لأن عملية التنويع تؤدي إلى قدر كبير من الاستقرار في العائد، والحماية لأرس المال، لأن توزيع الأموال على استثمارات ذات مدد مختلفة ودرجات متنوعة من المخاطر ومن حيث نوعية الاستثمار، والموقع الجغرافي يحقق عوائد تميزه عمليا عما سواه من أساليب الاستثمار[2].

رابعا : **تخفيض التكلفة وتعظيم العائد**

إن المبدأ الاستثماري الأساسي لصناديق الاستثمار هو توظيف الأموال في أدوات استثمارية مناسبة ومتنوعة تساير إلى حد كبير حركة السوق صعودا وهبوطا ويشمل ذلك التنوع بين القطاعات المختلفة صناعية أو تجارية أو زراعية وغيرها وكذلك

---

[1]- مصطفى علي أحمد، **أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل** - الجزء الثاني، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصادي الإسلامي، جامعة الأزهر في الفترة 22 - 23 مارس 1997، ص: 112

[2]- سيد عيسى، **تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر**، بحث مقدم إلى ندوة الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل، الجزء الأول، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصادي الاسلامي جامعة الازهر في الفترة من 22-23 مارس 1997 ص 77-78

التنوع بين أنواع الأدوات الاستثمارية وأيضا التنوع بين مصادر تلك الأدوات، ونظرا لضخامة أموال الصناديق فإنه عندما يتم توزيع التكلفة على الوحدات الاستثمارية يكون ما يلحق الوحدة الاستثمارية ضئيلة جدا، ومن هذا كان من مسلمات عمل مدراء الصناديق لا يقومون باتخاذ قراراتهم الهامة لاستثمارات الصندوق من بين العديد من الأدوات الاستثمارية إلا بعد إجراء تحليلات مالية، واقتصادية مبنية على دراسة جدوى أنواع الاستثمارات والاتجاهات الاقتصادية، وظروف أرقام العوائد المتوقعة تشجع على الاكتتاب، وبعد ممارسة النشاط تقدم عوائد فعلية مقارنة للتوقعات أو تزيد، وبناءا على ثقة المستثمرين هذه التجارب يفضلون التوجه إلى الاستثمار في الصناديق، وهذا ما جعل الصناديق في تنام مضطرد فكسب ثقة جمهور المستثمرين عمليا يسبب النتائج الإيجابية. [1]

خامسا : **الإدارة المتخصصة**

من مسلمات الصندوق الاستثماري توظيف المهارات العالمية من المتخصصين ذوي الخبرات الطويلة والقدرات المتميزة في مجال إدارة الأموال نظرا للحجم الكبير للصندوق، وهذا المستوى من الإدارة ليس بمقدور صغار المدخرين الحصول عليه إلا من خلال الصناديق الاستثمارية التي تعبئ مدخراتهم الصغيرة حتى تصبح ذات حجم كبير يمكن معها الإنفاق على مثل ذلك المستوى من الخيارات[2].

---

[1] Ben Branch, Jill Sawyer, Closed End fund Performance on the daily basis, Isenberg School of Management Magazine, November, 2006, P : 63

[2] - Cooper J Michael, 2003.Changing names With style : Mutual Funds Name Changes and their Effects on Fund Flows, Purdue University. Economics and Management journal.Volume13, Number2.2005.P : 120

سادسا : سهولة الاشتراك والاسترداد

من مزايا هذه الصناديق أن إدارة الصندوق تقف على استعداد دائم لإعادة شراء الوحدات التي بيعت على المستثمرين، كما أن الاشتراك غير مقيد في حده الأقصى، إذ يمكن للمستثمر إضافة أي مبالغ مالية جديدة الاشتراك وفي الفترات التي يرها مناسبة.

الفرع الثاني : مخاطر صناديق الاستثمار

إن الانتقادات التي وجهت إلى صناديق الاستثمار فأهمها[1]:

1 - مزاحمة المدخرين الذين رغبوا في إنشاء محافظ مالية خاصة بهم ، وبالتالي القضاء على ركن أصلي في نشاط سوق الأوراق المالية.

2 - ارتفاع تكلفة " إدارة" الصناديق مما يؤثر على العائد الذي يحققه المستثمر في وثائق الصناديق، وخاصة وأن الاعتماد الأكبر هو على شركات الإدارة الأجنبية.

3 - قيام الصناديق بشراء أوراق مالية في بورصات إقليمية أو عالمية، فتتبعه أموال المدخرين إلى الخارج دون تحقيق فائدة للاقتصاد الوطني.

4 - فرض المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار ولحملة الوثائق.

5 - نقص بالمعلومات والبيانات التي ظهرت في نشرة إصدار الصناديق مما يعطي صورة غير كاملة عن الصندوق أو عملياته المستقبلية.

6 - لم تظهر حتى الآن " شركات مساهمة مستقلة" لصناديق الاستثمار، وبالتالي لم يترتب على ظهور الصناديق تنشيط حركة البورصة بإجراء تداول للوثائق.

7 - السماح للصناديق بالاستثمار في أصول أخرى غير الأوراق المالية، قد يؤدي إلى العجز في توفير السيولة في الوقت المطلوب لحاملي الوثائق وخاصة في الشركات المساهمة المزمع إنشاؤها.

---

[1]- عبد المطلب عبد الحميد، صناديق الاستثمار سياستها وآلياتهاا، مرجع سبق ذكره، ص 34.

8 - وأخيرا فإن المستثمر في صناديق الاستثمار الدولية يكون عرضة لمخاطر أسعار الصرف، إذ تنخفض قيمة الأموال المستثمرة في الأوراق المالية كلما انخفضت العملة الأجنبية المقومة بها تلك الأوراق. [1]

[1] عبد الغفار حنفي، **البورصات أسهم وسندات وصناديق الاستثمار**، المكتب العربي الحديث، القاهرة، 1995، ص: 301

خاتمة الفصل

تشكل صناديق الاستثمار أهمية خاصة للأفراد والمؤسسات المالية، فأصبحت الصناديق بفضل تزايـد ثقة الأفراد فيها من أهم قنوات ووسائل جمع المدخرات واستثمارها في مجال الأوراق المالية، وتعرف علـى أنها أوعية استثمارية تنشئها شركات الاستثمار أو المؤسسات المالية بغرض تجميع الأمـوال مـن مختلـف المدخرين لتوجيه هذه الأموال إلى جهات ذات خبرة واستثمارها في أوراق مالية متعددة تعود بعائد معتـبر وأقل مخاطرة لكلا الطرفين . ذلك أن الأفراد يتوقون دوما إلى البحث عن الإدارة الواعية الحكيمـة لحفـظ مدخرات وتنمية استثماراتهم، بالنظر إلى افتقار غالبيتهم إلى عنصري الوقت والخبرة الكافيين لإدارة أموالهم،ومن ثم فقد سعت هذه الصناديق جاهدة لجذب أكبر قدر من هذه المدخرات، معززة بوقوف المالـك لهـا كمراقب لنشاطهابهدف المحافظة على أموال الأفراد، والتأكد من سـلامة الإجـراءات المتبعـة في إدارة صناديقه.

تمهيد

تعد صناديق الاستثمار من أهم الأدوات الاستثمارية في الوقت الحاضر، بسبب ميزاتها للاقتصاد القومي من جهة ، و للمستثمرين من جهة أخرى ،وهي مهمة للمسلمين اليوم. إذ يمكن أن تكون أداة ووسيلة لتحقيق التكافل الاقتصادي بين المسلمين، وذلك بتسهيل نقل المدخرات من دول الفائض إلى دول العجز ،وأن تكون توطئة لأسلمة البنوك، وجزءا من برنامج لتوطيد دعائم العمل المصرفي اللاربوي في أي بلد من بلاد المسلمين، وفي المملكة العربية السعودية تسوق البنوك نحو50 صندوقا استثماريا أكبرها جميعا، وأكثرها ربحا هي الصناديق الإسلامية. و قد اهتمت المملكة العربية السعودية بهذه الصناديق ووصلت بنهاية عام 2007 إلى أكثر من 200 صندوق، مقارنة بما ذكر أعلاه من أن أعدادها كان50 صندوقا ،وذلك في عام1999 .

ونظرا لعزوف الكثير من المؤسسات والأفراد عن الاستثمار في صناديق الاستثمار التقليدية ،لاشـتمال عملها على عدة مخالفات شرعية، قامت المؤسسات المالية وشركات الاستثمار، بإنشاء نـوع بـديل مـن الصناديق يقوم على احترام مبادئ الشريعة الإسلامية، بهدف استقطاب مدخرات المستثمرين الذين يريـدون استثمار أموالهم في الحلال، فأصبحت الصناديق الإسلامية من أهم قنـوات ووسـائل جمـع المـدخرات، واستثمارها في مجال الأوراق المالية، بالإضافة إلى أساليب الاستثمار الإسلامي القائمة على المضاربة، السلم،الاستصناع وغيرها .

ومن أجل الإحاطة أكثر بصناديق الاستثمار الإسلامية، تم تقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث ، يتـضمن المبحث الأول لمفهوم الصناديق الإسلامية، خصائصها، وضوابط الاستثمار فيها ،أمـا المبحث الثاني فيتناول نظام عمل الصناديق الإسلامية وكيفية إدارتها. بينمـا يتطرق المبحث الثالث إلى التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار وأهمية الرقابة الشرعية عليها.

المبحث الأول: مدخل إلى صناديق الاستثمار الإسلامية

نشأت الصناديق الاستثمار الإسلامية داخل المصارف التقليدية في البلاد الإسلامية نتيجة للطلب المتزايد عليها من الشعوب الإسلامية حيث إن كثيرا من المسلمين قد أحجموا عن الدخول في الصناديق الاستثمارية التقليدية حذرا من الوقوع في المحظورات الشرعية.

لهذا يتناول المبحث مجموعة من التعاريف والخصائص المميزة لصناديق الاسـتثمار الإسـلامية،طبيعة العقود التي تحكم الأطراف المكونة لها، بالإضافة إلى عرض أهم أنواعها.

المطلب الأول: تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية وخصائصها

تقوم صناديق الاستثمار الإسلامية باستثمار أموالها في أدوات مالية غير منافيـة لأحكـام الـشريعة الإسلامية، وتشترك في بعض الخصائص مع صناديق الاستثمار التقليدية.

الفرع الأول:تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية

توجد عدة تعريفات لصناديق الاستثمار الإسلامية نظرا لاختلاف أشكالها، خصائـصها وأنظمتها، لذا سوف نتطرق لمجموعة التعاريف الآتية:

التعريف الأول : عرف بعض الاقتصاديون صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها صناديق تحقق رغبة صغار المستثمرين فضلا عن كبارهم في توفير أدوات مالية إسلامية تتيح لهم استثمار أموالهم استثمارا شرعيا وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية .

التعريف الثاني: وهناك من يسمي الصناديق الاستثمارية الإسلامية بالصناديق المقبولة اجتماعيا فيقول عنها: (...نتجت نتيجة ميول بعض المستثمرين لتجنب الاستثمار في الشركات التي تعمل في مجلات قد لا تحترم قيم المستثمر و معتقداته، وهناك صناديق موجهة للمسلمين من أكبرها و أشهرها صندوق" أمانا "في الولايات

المتحدة الأمريكية كما ظهر مؤشر داو جونز الإسلامي ليتماشى مع هذه الميول وهي في الغالب تتبع فتاوى شبيهة بفتوى الرقابة الشرعية في شركة الراجحي المصرفية).[1]

وإضافة إلى مؤشر داو جونز الإسلامي أعلنت اليابان في ديسمبر 2007م أنها ستقوم بإنشاء مؤشر إسلامي لأسهمها تستبعد فيه أسهم الشركات التي تبيع التبغ والمخدرات و لحم الخنزير والتي تتعامل بالربا في نشاطها .

الفرع الثاني: الخصائص المميزة لصناديق الاستثمار الإسلامية

تتمثل أهم الخصائص المميزة لصناديق الاستثمار الإسلامية فيما يلي:

أولا: لها شخصية معنوية مستقلة عن أصحاب الوحدات الاستثمارية وعن الجهة المنوطة بإدارتها وتأسيسا على ذلك، فهي مؤسسة لها صفة قانونية وشكل تنظيمي وإطار مالي و محاسبي مستقل ، وهذه السمة جائزة شرعا.

ثانيا: تقوم على فكرة المضاربة الجماعية من قبل أصحاب الأموال (حملة الوحدات الاستثمارية)، حيث تقوم الصناديق بتجميع الأموال من أكثر من فرد أو جهة والجميع يمثلون من منظور عقد المضاربة"رب المـال" ويمثل الصندوق كشخصية معنوية رب العمل، وهذه السمة تخضع لفقه عقد المضاربة.

ثالثا: يلتزم الصندوق في معاملاته وتصرفاته المختلفة بأحكام ومبادئ الشرعية الإسلامية، وكذلك بالفتاوى والمقررات والتوصيات الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات الفتوى في المسائل المعاصرة المتعلقـة بمعـاملات الصندوق وهذا يوجب الرقابة الشرعية الفعالة.

[1] عبد الرحمان بن عبد العزيز النفيسة ، ، مرجع سابق الذكر ،ص78

رابعا: يلتزم الصندوق بالقوانين والقرارات والتعليمات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق ما دامت لا تخالف أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وإن وجد تعارض يجب إزالته في إطار مبدأ التوفيقية وهذا يوجب الرقابة المصرفية من قبل البنوك المركزية. [1]

خامسا: إتاحة المجال لذوي الدخل المحدود للتعامل في سوق المال إذا امتلك حداً أدنى من الوثائق تمكنه من الاشتراك في إحدى صناديق الاستثمار.

سادسا: تخفيض حجم المخاطر التي تواجه المستثمر، حيث تقوم بتنويع استثماراتها في الأوراق المالية، وحيث إن صغار المستثمرين، لا يستطيعون ذلك لعدم وجود خبرة، وعدم توفر مبالغ كبيرة للاستثمار في هذا المجال.

سابعاً: تسهيل اتخاذ القرارات بالنسبة للمستثمر، لما تتمتع به هذه الصناديق من شفافية، وإفصاح عن إدارتها بشكل مستمر كما تمكن المستثمر من شراء وثائق بالتقسيط خلال فترة زمنية من تنظيم استرداد كل أو بعض رأس المال وفق شروط معينة..

ثامناً: الأنواع المختلفة للصناديق، تعطي مرونة للمستثمر في اختيار النوع الذي يتناسب مع ظروفه.

تاسعاً: تخضع هذه الصناديق لرقابة من قبل جهاز هيئة سوق المال[2]

---

[1] حسين حسين شحاتة، **منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية**، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 245 ، جامعة الأزهر، مصر 2009.ص9

[2] د. غدير أحمد خليل "الشيخ خليل" ، **تطوير وابتكار صناديق استثمار متوافقة مع الشريعة الإسلامية**، بحث مقدم ل "المؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية" الجامعة الأردنية- كلية الشريعة- قسم المصارف الإسلامية6-7|8|2014م ص 7

المطلب الثاني: ضوابط استثمار صناديق الاستثمار الإسلامية والفرق بينها وبين الصناديق التقليدية

نتطرق إلى المقصود بالضوابط في المنهج الإسلامي وهو اخذ العقيدة الإسلامية بالاعتبار في تناول الضوابط والقواعد الخاصة بالاستثمار في الصناديق التي تصدرها المؤسسات المالية الإسلامية بالإضافة إلى أوجه الاختلاف بين الصناديق الإسلامية ونظيرتها التقليدية.

الفرع الأول: ضوابط استثمار صناديق الاستثمار الإسلامية

وضعت مؤسسة النقد العربي بنود وقواعد لتنظيم الاستثمار في الصناديق تصدر للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية وفيما يلي تلك التعليمات:[1]

يسمح للصندوق باستثمار ما لا يزيد على (10%) من صافي أصوله في صندوق استثمار آخر بشرط ألا تتجاوز تلك الاستثمارات (15%) من صافي أصول الصندوق المراد الاستثمار فيه.

لا يحق للصندوق امتلاك أو الاستثمار في أكثر من (1%) من رأسمال أية شركة مساهمة محلية يتم تداول أسهمها في السوق المحلية.

يجب ألا تتجاوز مخاطر الاستثمار مع طرف مقابل أو مجموعة من الأطراف ذات العلاقة الواردة نسبة 15% من صافي أصول الصندوق.

يجب ألا تزيد استثمارات أي صندوق في أي إصدار للأسهم أو السندات عن 1% من صافي الأصول.

---

[1] وليد هويمل عولجان، **صناديق الاستثمار دراسة وتحليل**، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات، 06 مارس 2007 م، ص ص6-7

الفرع الثاني: الفرق بين صناديق الاستثمار الإسلامية والصناديق التقليدية

بدأت نشأة صناديق الاستثمار الإسلامية في العديد من الدول العربية والإسلامية بعد ظهور المصارف الإسلامية، وبدأت تمارس أنشطتها في تجميع المدخرات من الأفراد والمؤسسات والشركات بنظام المضاربة الإسلامية وتعيد استثمارها في مشروعات استثمارية مختلفة وكذلك في أسواق الأوراق المالية. [1]

ولقد أثار حولها العديد من التساؤلات من بينها:

(ما هي الفروق بينها وبين صناديق الاستثمار التقليدية؟) من أهم هذه الفروق ما يلي :

أولاً: من منظور القيم والأخلاق

تلتزم صناديق الاستثمار الإسلامية بالقيم الإيمانية ومنها أن المال الذي تتعامل فيه ملكاً سبحانه وتعالى، وعليه وجوب الالتزام بشرعه، فالإنسان مستخلف في هذا المال، كما تلتزم بالقيم الأخلاقية ومنها :العدل والأمانة والصدق والتيسير والقناعة والشفافية والوفاء بالعقود والعهود والسلوك السوي باعتبار أن الالتزام بهذه الأخلاق عبادة وطاعة ومن موجبات البركة.

في حين أن معاملات بعض صناديق الاستثمار التقليدية قائمة على المادية والفصل بين العبادات والمعاملات وبين الاقتصاد والأخلاق، فالغاية هي تحقيق أكبر ربح ممكن وتعظيم الثروة حتى لو كان ذلك مخالفاً للقيم والأخلاق الحسنة والمصلحة العامة والخير للناس.

---

[1] دكتور حسين حسين شحاتة **الفرق بين صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار التقليدية**_ورقة بحثية للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2005 ،

ثانياً: من منظور المشروعية

جميع معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية قائمة على موافقة الشريعة الإسلامية فيما أحل ا وحرم، فالمرجعية هي أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، ولديها هيئة رقابة شرعية تتحقق من ذلك.

في حين لا تلتزم صناديق الاستثمار التقليدية بأحكام الشريعة الإسلامية ولكن بالقوانين الوضعية وبالأعراف المالية والاستثمارية التي قد تكون مخالفة للشريعة الإسلامية ، ويطبقون المبدأ الميكافيلي: "الغاية تبرر الوسيلة" ، وعليه فإنها تتعامل بالربا والغرر والجهالة والتدليس والمقامرة إذا كان ذلك يحقق لها أرباحاً مادية ويعظم من ثروتها.

ثالثاً: من منظور طبيعة عقود المعاملات

جميع معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية قائمة على عقود المضاربة والمشاركة والوكالة وعقود المرابحة والاستصناع والسلم ونحو ذلك ويحكم هذه العقود المشاركة في الربح والخسارة عملاً بقول ا سبحانه وتعالى: "**وأحل الله البيع وحرم الربا**".(سورة البقرة:275)، في حين أن بعض معاملات صناديق الاستثمار التقليدية قائمة على نظام الفائدة الربوية، ونظام الاقتراض والاقتراض بفائدة، ويحكم ذلك عقد القرض بفائدة المحرم في الشريعة الإسلامية، عملاً بقول رسول ا صلى ا عليه وسلم: " كل قرض جر نفعاً فهو ربا" (رواه أحمد).

رابعاً: من منظور مجالات الاستثمار جميع صيغ استثمار أموال صناديق الاستثمار الإسلامية قائمة على تطبيق مبدأ الغنم بالغرم والمشاركة في الربح والخسارة مثل المضاربة والمشاركة والبيوع والإجارة وبعيدة عن كافة صور الاستثمار بفائدة أو بنظام الهامش أو المشتقات المالية (الاختيارات والمستقبليات).

في حين معظم استثمـارات صناديق الاستثمار التقليدية في الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات والصكوك وفي البنوك بفائدة بصرف النظر عن مسألة المشروعية والطيبات.

خامساً: من منظور النظرة إلى النقود

تنظر صناديق الاستثمار الإسلامية إلـــى النقود أنها وسيلة للتبادل ومعيارا لتقويم السلع والبضائع والخدمات ومخزنا للقيمة ويجب تقليبها وعدم اكتنازها لتساهم في تنشيط المعاملات، كما يجوز تحويل العملات من بعضها إلى البعض وفقا لفقه الصرف ، في حين تنظر صناديق الاستثمار التقليدية إلى النقود على أنها سلعة بذاتها تباع وتشترى نقداً أو بالأجل أو نحو ذلك، ولقد حرمت الشريعة الإسلامية التعامل في النقد بالأجل.

سادساً: من منظور سداد الديون

تلتزم صناديق الاستثمـــــار الإسلامية بفقه الدين علـى أنه مبلغ ثابت لا يجوز زيادته مقابل الأجل، وعند عجز المدين عن السداد تعطى له ميسرة لقول ا تبارك وتعالى: "وإِنْ كان ذُو عسْرة فَنَظرةٌ إِلَى ميْسرة" (البقرة:280)، وإذا ثبت أن المدين مماطلاً فيوقع عليه العقوبة بمقدار الضرر الذي أصاب الدائن لقول رسول ا صلى ا عليه وسلم: "مطل الغني (الواجد) ظلم يحل عرضه وعقوبته".

في حين تنظـر صناديق الاستثمـار التقليدية إلى مبلغ الدين على أنه يزيد عند تأخر المدين عن السداد، كما كان في الجاهلية "أتقضي أم تربي" وهذا ما يطلق عليه في زماننا جدولة الديون بزيادة ولقد حرمته الشريعة الإسلامية.

سابعاً: من منظور الكسب القذر

تنظر صناديق الاستثمار الإسلامية إلى الكسب الحرام الخبيث الذي حدث بسبب خطأ وليس عمداً على أنه حرام يجب التخاص منه في وجوه الخير، وتجنب كافة السبل والوسائل التي تؤدي إليه عملاً بقول ا سبحانه وتعالى: " إِلا منْ تَاب وآَمن وعملَ عملًا صالِحا فَأُولَئِك يبدلُ الله سيئَاتهِمْ حسنَات " (الفرقان: 70).

في حين لا تعري صناديق الاستثمار التقليدية أي اعتبار للكسب القذر وتعتبر إيرادا يوزع على المساهمين والمستثمرين لأنها لا تفصل بين الحرام والحلال.

ثامناً: من منظور الحقوق المالية المشروعة

تلتزم صناديق الاستثمار الإسلامية بفريضة الزكاة وإنفاقها في مصارفها الشرعية في حين لا تلتزم صناديق الاستثمار التقليدية بفريضة الزكاة ولا بالصدقات.

الخلاصة :

نخلص من التحليل والتقييم السابق بأن هناك فروقاً جوهرية بين صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية، من أهمها:

-تلتزم الصناديق الإسلامية بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

-تعمل الصناديق الإسلامية في مجال الحلال والطيبات.

-يحكم الصناديق الإسلامية مجموعة من العقود الشرعية منها: عقد المضاربة وعقد الوكالة وعقد الجعالة .

-تقوم الصناديق الإسلامية على قاعدة المشاركة في الربح والخسارة (الغنم بالغرم).

-تقوم الصناديق الإسلامية على الاستثمار وفي مشروعات استثمارية مباشرة فعلية.

المطلب الثالث: النشاط الاستثماري صناديق الاستثمار الإسلامية وأهمية البنوك الإسلامية بالنسبة لها

الفرع الأول: النشاط الاستثماري لصناديق الاستثمار الإسلامية

يمر النشاط الاستثماري في صناديق الاستثمار الإسلامية بالمراحل الآتية:[1]

أولا: تقوم المؤسسة المالية الإسلامية الراغبة في إنشاء صناديق استثمار بالبحث عن مـشروعات اقتـصادية معينة، أو نشاط معين، وإعداد دراسة للجدوى الاقتصادية للاستثمار فيها.

[1] صفوت عبد السلام عوض الله، **صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي**، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الأسواق المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات، 2005 ، ص ص814 -815

ثانيا: بعد ذلك تقوم تلك المؤسسة المالية بتكوين صندوق استثماري تحدد أغراضه، تعد نشرة الإصدار التي تتضمن كافة التفاصيل عن نشاط الصندوق، مدته، شروط الاستثمار فيه، وحقـوق والتزامـات مختلـف الأطراف المشاركة فيه.

ثالثا: يتم تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى صكوك مضاربة (وحدات) متساوية القيمة الاسميـة وطرحها للجمهور للاكتتاب فيها، ويعتبر كل مكتتب في هذه الصكوك شريكا بحصة شائعة في رأس مـال الصندوق بنسبة الحصص التي يمتلكها في رأس المال. تصدر هذه الصكوك عادة اسمية وليـست لحاملـها،ويجوز تداولها والتصرف فيها بالبيع والهبة والرهن وغير ذلك من التصرفات المقررة شرعا للمالك.

رابعا: بعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق لأموال المكتتبين وتجميعها، تبدأ في استثمارها في المجالات المحـددة في نشرة الإصدار، وعند تحقق الأرباح يتم توزيعها على أصحاب صكوك المضاربة بالنسبة والكيفية المتفـق عليها، كما تقوم بتصفية الصندوق في الموعد المحدد لذلك.

خامسا: يمثل الصك أو الوحدة الاستثمارية ملكية حصة شائعة في الصندوق وتستمر هذه الملكيـة طيلـة مدتها ويترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعا للمالك في ملكه من بيع وهبة وإرث وغيرها.

الفرع الثاني: أهمية الصناديق الاستثمارية في الاقتصاد الإسلامي

أولا: اتجاه أرباب الأموال إلى تحمل مخاطر العمل الاستثماري مباشرة و انصرف رغباتهم عن توسيط المصارف لعزل المخاطرة

ثانيا: إن إنشاء صندوق استثماري لا يحتاج إلى سن قانون جديد كما هو الحال عند إنشاء بنك إسلامي فهو أمر ممكن في ظل القوانين المنظمة لهذه الصناديق في اي مكان من العالم لان تلك القوانين أخذت في اعتبارها إن الغرض الأساسي من صناديق هو تلبية تفضيلات ورغبات المستثمرين الذين لا يجدون ما يرضيهم في البنوك التجارية وشركات الاستثمار وبذلك يتم رفع الربا عن مجتمعاتنا الإسلامية

ثالثا : إن للصناديق الاستثمارية أهمية بالغة في مجال الأعمال اللاربوية فنستطيع من خلال إنشاء صندوق استثماري أن نختبر ما ندعي من أن المسلمين دائما يفضلون الحلال من الحرام ونتعرف على طبيعة المعاملات المنضبطة شرعيا ويذوب الجليد بينه وبين فكرة العمل المصرفي اللاربوي.

رابعا : ولهذه الصناديق أهمية في نقل الأموال بين المجتمعات الإسلامية ذلك أن الانتقال العظيم لرأس المال لغرض الاستثمار في العقدين الماضيين إنما كان بصفة أساسية باستخدام صيغة الصناديق الاستثمارية فهذه الاستثمارات الأجنبية في دول شرق أسيا و الصين التي تدل الإحصاءات على أنها تقارب 400 مليار دولار إنما جرى استقطابها من الملايين المستثمرين عن طريق صناديق الاستثمار المتنوعة و المتخصصة وبذلك تتوفر آلية للاستثمار الإسلامي.[1]

المبحث الثاني: نظام عمل صناديق الاستثمار الإسلامية

تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية من الوحدات الاستثمارية المتعددة الأطراف، ويحكـم العلاقـات السببية بينها مجموعة من العقود يجب بيان طبيعتها لدورها المباشر في تحديد أنواع ونظم وآليـات الرقابـة الشرعية والمالية عليها . وتختلف أشكال إدارة هذه الصناديق طبقا للسياسة المتبعة من طرف مدير الصندوق وغالبا ما تشمل إدارة الصندوق عن طريق عقد المضاربة أو عقد الوكالة بأجر.

[1] صفية احمد ابو بكر **صناديق الاستثمار الاسلامية خصائصها و انواعها**_كلية التجارة جامعة اسيوط المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر ص838

المطلب الأول: أقسام صناديق الاستثمار الإسلامية

أن صناديق الاستثمار الإسلامية لا تختلف من حيث هيكلها التمويلي عن صناديق الاستثمار التقليدية حيث تنقسم مثلها إلى نوعين صناديق الاستثمار المفتوحة وصناديق الاستثمار المغلقة ولكن الاختلاف يظهر في استخدام الموارد المالية لصناديق الاستثمار.

فالاختلاف يكمن في استخدام موارد صناديق الاستثمار التقليدية في سوق النقد أو سوق رأس المال وهو في الغالب استثمار غير مباشر يقتصر على بيع وشراء الأوراق المالية و الإفادة من عائداتها السنوية المتوقعة أما صناديق الاستثمار الإسلامية فإنها تستخدم مواردها المالية في القيام باستثمارات حقيقية في عمليات مباشرة قائمة على عقد المضاربة الشرعية و الاستثمار الإسلامي.

الفرع الأول: صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة

هي قنوات استثمار مقصورة على فئة مختارة من المستثمرين، حيث يتم فيها إصدار عدد ثابت من الوثائق (الوحدات) يتم توزيعها على المستثمرين فيها كل حسب حصته، ولهذه الصناديق المغلقة عادة هدف محدد ومدة محددة ، يصفى بعدها الصندوق وتوزع عائداته على المستثمرين. وطبقاً لنظام هذه الصناديق لا يجوز لمالكي هذه الوثائق استرداد قيمتها، كما أن إدارة الصندوق لا تقوم عادة بشرائها منهم، والحل الوحيد للتخاص منها هو بيعها في السوق.

الفرع الثاني : صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة

هي الصناديق التي تبقى مفتوحة للدخول والخروج، دون تحديد لحجم الموارد المالية المستثمرة، ولا لعدد الوثائق (الوحدات) المصدرة منها، وبإمكان المستثمر شراء وحدات من هذه الصناديق عندما يريد، كما يمكنه بيعها متى ما أراد بعد إخطار،

حيث أن إدارة هذه الصناديق تكون على استعداد لإعادة شراء ما أصدرته من وثائق إذا رغب أحد المستثمرين في التخلص منها جزئياً أو كليا[1]

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

يتكون الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية من عدة أطراف تتباين علاقة كل طرف مـع الصندوق وفق ما يلي:

الفرع الأول :طبيعة العقود التي تحكم علاقات أطراف صناديق الاستثمار الإسلامية

تتمثل أطراف صناديق الاستثمار الإسلامية في الآتي:

أولا: الجهة المنشأة للصندوق (المؤسسون)

يمثلون الجهة التي تقوم بتأسيس صندوق الاستثمار وهي عادة ما تكون أحد المصارف الإسلامية أو مجموعة من رجال المال والأعمال ويطلق عليهم المؤسسين أو المساهمين، وتربطهم بالصندوق عقد الملكية وهم يمثلون الصندوق قانونا أمام الغـير. ويمكـن للمـصرف المؤسس لصندوق الاستثمار أن يساهم في رأس المال، وبذا تصبح علاقته مع سـائر المـستثمرين علاقـة مشاركة أي شركة أموال، وقد يتقاضى عمولة لقاء ما يقدمه من خدمات وتسهيلات مصرفية، وهـذه العمولة مشروعة وتعتبر في هذه الحالة أجرة لذلك المصرف[2].

---

[1] د. عمر مصطفى الشريف **الصناديق الاستثمارية الإسلامية في الأردن.. التقنين والرقابة** ورقة عمل مقدمة للمؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية الجامعة الأردنية، عمان، الأردن6-2014/8/7 ص4

[2] عبد المحمود الصلاحين ،**صناديق الاستثمار الإسلامية، مفهومها، خصائصها، وأحكامها،** ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات ،أفاق وتحديات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر كلية الشريعة و القانون ،جامعة الإمارات العربية المتحدة،دبي ،الإمارات ، ص9.

ثانيا : المشتركون في الصندوق (المكتتبون)

وهؤلاء يمثلون المدخرين الين يرغبون في استثمار أموالهم في محفظة الأوراق المالية للصندوق ، و يحصل هؤلاء المدخرون على وثائق استثمار من الصندوق في مقابل ما يساهمون فيه من أموال وتمثل هذه الوثائق سند ملكية لأصحابها لحصة شائعة في الموجودات الكلية للصندوق ويشارك حاملوها في نتائج استثمارات الصندوق من أرباح وخسائر كل نسبة ما يملكه من وثائق كما يشاركون في اختيار أغلبية أعضاء مجلس إدارة الصندوق من غير المساهمين فيه أو المتعاملين معه أو من غير المرتبطين به بعلاقة أو مصلحة.[1]

ثالثا: إدارة الصندوق (مدير الاستثمار)

وهى الجهة الفنية المنوط بإدارة معاملات وعمليات الـصندوق وبـصفة خاصـة إدارة محافظ الاستثمارات والأوراق المالية، ويربطها بالصندوق عقد المضاربة أو الوكالة. ومن أهم مهامها استثمار(توظيف) الأموال طبقا للضوابط الشرعية والصيغ الاستثمارية ومنها تكوين محفظة الأوراق المالية (استثمار غير مباشر). والمساهمة في مشروعات استثمارية مختلفة (استثمار مباشر).[2]

رابعا: جهات تسويق الوحدات (الصكوك الاستثمارية)

قد تعهد الجهة المنشأة للصندوق إلى بعض المؤسسات المالية في إصدار وتسويق الوحدات الاستثمارية مقابل الحصول على عمولة أو أجر وفقا لعقد الوكالة بأجر، كما قد تعهـد إدارة الـصندوق إلى بعـض المؤسسات المالية أو غيرها لتساعدها في استثمار أموال الصندوق في عمليات استثمارية وفقا لعقد الجعالة .

---

[1] نزيه عبد المقصود مبروك ، **صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي**،دار الفكر الجامعي ط1،الإسكندرية ،2007، ص147

[2]حسين حسين شحاتة ، مرجع سبق ذكره، ص11.

الفرع الثاني: طبيعة العلاقة بين الصندوق والمستثمرين

بالنظر إلى أن علاقة الصندوق بالمستثمرين هي الأهم والأساس فإنها يمكن أن تتخذ عمليـا إحـدى الصورتين الآتيتين:

أولا: عقد مضاربة

عقد المضاربة هو الأساس الذي تقوم عليه العلاقة بين الجهة المصدرة للصناديق وبين المـالكين لوحدات أو أسهم مشاركة في رأس مال تلك الصناديق[1].

إذ تقوم الجهة المصدرة للصندوق بدور المضارب الذي يقوم باستثمار رأس مال المضاربة أو الصندوق المقدم من المكتتبين الذين يعتبرون في مجمـوعهم رب المال وذلك كله وفق الشروط المنصوص عليها في نشرة الاكتتاب أو لائحة الصندوق والتي يجب أن تكون طبقا لأحكام الشريعة الإسلامية[2].

ثانيا: عقد وكالة بأجر

علاقة الصندوق بالمستثمرين هي علاقة وكالة بأجر، فالمدير ينوب عـن المـستثمرين في إدارة أموالهم والتصرف فيها بما يحقق الربح[3]، ويتقاضى مقابل ذلك أجرا محددا لقاء إدارته، وهذا ضابط الوكالة بأجر وذلك لأن موافقة المستثمرين على ما جاء في نشرة الاكتتاب وقيامهم بالاكتتاب الفعلي، جعل التعاقد كأنه صادر منهم أصالة نظرا لكثرة عدد المشاركين، كما أن الشروط الجائزة في العقد يمكن أن تحدد مـن طرف ويوافق عليها الطرف الآخر. وبالتالي فإن العلاقة بين المصرف

---

[1] أحمد حسن بن أحمد الحسني ،**صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد إسلامي**، مؤسسة شباب الجامعة الاسكندرية ،ط1،1999، ص23.

[2] عبد الحميد محمود البعلي ،**إدارة صناديق الاستثمار، الواقع التنظيمي والتخريج الشرعي وضوابطه الفقهية**،ورقة بحثية مقدمة ضمن المؤتمر الأول للمؤسسات المالية الإسلامية البحرين 2007، ص11.

[3] حسن بن غالب بن حسن آل دائلة ،**زكاة الصناديق الاستثمارية**، بحث مقدم إلى ندوة زكاة الأسهم والصناديق الاستثمارية، التي نظمتها الهيئة العالمية للاقتصاد والتمويل، بالرياض، السعودية ،في 22ماي 2008، ص13.

المؤسس أي مدير الصندوق والمستثمر يمكن أن تكون علاقة وكالة بأجر، أو مضاربة[1].

المطلب الثالث: إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية

يتم إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية عن طريق عدة عقود تختلف من صـندوق إلى آخـر إلا أن أغلبها يدار على أساس عقد المضاربة وعقد الوكالة بأجر.

الفرع الأول: إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية على أساس المضاربة

المضاربة وإن تباينت تعاريف الفقهاء فيها إلا أن حقيقتها أنها"عقد بين طرفين، يقـوم الأول ببـذل المال، والآخر يبذل العمل على أن يكون الربح بينهما على حسب الاتفاق"[2]، والمضاربة جـائزة بـالقرآن والسنة والإجماع.

وعقد المضاربة في الواقع الفعلي عقد بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتتبين فيـه إذ يمثل المكتتبون في مجموعهم رب المال، فيدفعون مبالغ مالية نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثـل دور المضارب، فتقوم بتجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأس مال المضاربة، وتعطي للمكتتبين صكوكا بقيمـة معينة تمثل لكل منهم حصة شائعة في رأس المال الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريق مباشر في مـشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة، أو بطريق غير مباشر كشراء وبيع أصـول وأوراق ماليـة كأسـهم الـشركات الإسلامية، وتوزع الأرباح المحققة حسب نشرة الاكتتاب الملتزم بها من كلا الطرفين، وإن حدثت خـسارة تقع على المكتتبين بصفتهم أصحاب المال[3]. إلا في حالات تعدي إدارة الصندوق (المضارب) أو تقـصيرها أو مخالفتها للشروط، فإنه عند ذلك تتحمل ما نشأ بسببها. المضاربة نوعان : مضاربة مقيدة ومضاربة غـير مقيدة، أو مطلقة، وكلاهما صحيح شرعا،

---

[1] عطية عبد الحليم صقر ،**صناديق الاستثمار**، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1997، ص103.

[2] حسن غالب بن حسن آل دائلة، **زكاة الصناديق الاستثمارية**، ورقة بحثية مقدمة لندوة زكاة الاسهم و الصناديق الاستثمارية التي نظمتها الهيئة العالمية للاقتصاد و التمويل ، الرياض ، السعودية 2008 ، ص11.

[3] صفوت عبد السلام عوض الله ، ، مرجع سبق ذكره، ص 813.

والمضاربة تكون مطلقة إذا لم تقيد المضارب بعمل معـين، أو مكان معين، أو زمان محدد، أو لم يتقيد المضارب بمن يعامله[1]، إذ يستطيع المـضارب أن يبيـع ويـشتري للحصول على الربح، ولا يتقيد بأي شروط، أو اتفاق مع رب المال، أما المضاربة المقيدة فهي التي يلتزم فيها المضارب بجميع القيود والشروط التي يضعها رب المال لحماية أمواله، غير أن هذه القيـود والـشروط في صناديق الاستثمار يضعها المضارب (المصرف أو مدير الصندوق) ويكون لرب المال الخيـار في قبولهـا أو رفضها[2]. وتتضمن المضاربة شروط يتعين توفرها لصحة العقد وهذه الشروط هي:[3]

أن تتوفر لدى كل من رب المال والمضارب أهلية التصرف.

أن يكون رأس المال معلوما وصالحا للتعامل فيه .

تسليم رأس المال إلى المضارب ليعمل فيه .

أن تكون حصة كل من المتعاقدين في الربح جزءا معلوما شائعا.

الفرع الثاني: إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية على أساس الوكالة بأجر

الوكالة تفويض شخص ما له فعله مما يقبل النيابة إلى غيره ليفعله في حياته، والوكالة جائزة بالكتاب والسنة والإجماع، وهي قسمان:[4]

تفويض عام: ويدخل تحته جميع ما تصح فيه الإنابة من الأمور المالية، إلا ما يستثنيه الموكل من الأشياء.

توكيل خاص: حيث يختص بما جعل الموكل للوكيل من قبض، أو بيع، أو غيره، فإن أذن له أن يبيع بمـا يرى وكيفما يرى جاز له ذلك.

---

[1] عبد الحميد محمود البعلي ، ، مرجع سبق ذكره، ص12.

[2] خالد بن علي ثويني الثنيان ،**صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع والآثار)**، دراسة تحليلية شرعية اقتصادية ،أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي ،جامعة ام القرى ،السعودية، 2005، ص96.

[3] عبد الحميد محمود البعلي ، مرجع سبق ذكره، ص13.

[4] خالد علي ثويني الثنيان، مرجع سبق ذكره، ص97.

كما أن الأجير قد يكون خاصا أو مشتركا (عاما)، والأجير الخاص هو الذي يستأجر مدة معلومة ليعمل فيها، ولا يجوز له أثناء المدة المتعاقد عليها أن يعمل لغير مستأجره. أما الأجير العام أو المشترك فهو الذي يعمل لأكثر من واحد يشتركون في نفعه، وليس لمن استأجره أن يمنعه عن العمل لغيره.

مما سبق يمكن القول أنه يمكن من الناحية الشرعية تكوين وإدارة صناديق الاستثمار على أساس المضاربة أو الوكالة بأجر، وتتشابه الطريقتان في وجود أتعاب تحفيزية لمدير الصندوق في الوكالة بـأجر، إذ تصبح شبيهة لأول وهلة بالمضاربة إلا أنه ثمة اختلاف بين الطريقتين يتم بيانه فيما يلي:

أولا: الفرق بين المضاربة والوكالة بأجر

هناك ثلاثة معايير يمكن الاستعانة بها في التفرقة بين المضاربة والوكالة بأجر وهي:[1]

1- معيار الصيغة التي ينعقد بها عقد المضاربة وعقد الوكالة.

2- معيار تحديد الأجر: فإذا كان الأجر مبلغا مقطوعا ومحددا عند إبرام العقد والاشتراك في الصندوق، كان العقد وكالة بأجر، أما إذا كان الأجر نسبة من ناتج نشاط العامل كالنصف أو الربع أو الثلث من صـافي الأرباح المحققة، فإن العقد يكون مضاربة. وهناك فرق بين أجر الوكيل ونسبة المضارب في الأرباح المحققة،إذ يستحق الوكيل الأجر المحدد له، دون النظر إلى نتيجة نشاطه سواء أكانت إيجابية أم سلبية، أما المضارب فإنه لا يستحق نسبته من الربح، إلا إذا كانت نتيجة النشاط إيجابية وتحقق الربح بالفعل، فيستحق المضارب الربح في المضاربة مباشرة من الأرباح الصافية في شكل نسبة معلومة وليس بعد بلوغ الأرباح مستوى معينا متفق عليه.

[1]عطية عبد الحليم صقر ، مرجع سبق ذكره، ص 110.

يتمتع المضارب بالأحقية الكاملة في التصرف والإدارة بحسب الصيغة والتعليمات المتفق عليها بين الطرفين، بينما يمكن للموكل أو رب المال في الأصل في حال الوكالة بأجر التدخل في الإدارة بين الحين والآخر، وفي الممارسة العملية فإن الملحوظ أن المصارف تشترط عدم تدخل العميل (الوكيل) في عمل مدير الصندوق بسبب تعلق الوكالة بحقوق الغير من المستثمرين في الصندوق، والمسلمون على شروطهم.

ثانيا: الحالات التي تفضل فيها إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية أن تكون العلاقة بين المستثمر ومدير الصندوق وكالة بأجر أو أن تكون عقد مضاربة

في التطبيق العملي فإن غالبية صناديق الاستثمار لدى المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية تدار على أساس عقد المضاربة، ولم تطبق الوكالة إلا في حالات نادرة لاسيما الحالات التي يكون فيها نشاط الصندوق ذو مخاطر مرتفعة[1].

ويمكن القول في النهاية أن الفاصل الأساس في اختيار نوعية العقد بين الطرفين هو مقدار المخاطر التي سوف يتحملها مدير الصندوق، إذ يحاول مدير الصندوق جاهدا اختيار الطريقة المناسبة التي تقلل من المخاطر التي يتحملها بقدر الإمكان[2].

الفرع الثالث: إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية على أساس الحافز التشجيعي

وهو ما يفرضه المصرف بصفته مضاربا أو وكيلا بأجر على العميل في حال تجاوز الربح مستوى أو نسبة معينة، ومثال ذلك ما جاء في إحدى نشرات الاكتتاب الصادرة عن مصرف الراجحي في السعودية:

---

[1] عبد الستار أبو غدة ،**صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة فقهية تأصيلية**،ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية ،واقع وأفاق المستقبل ،جامعة الإمارات العربية المتحدة،دبي ، الإمارات ،2005 ، ص590.

[2] خالد بن علي ثويني الثنيان ، مرجع سبق ذكره، ص99.

"يتقاضى مدير الصندوق حافزا تشجيعيا (20%)، ولا يؤخذ هذا الحافز إلا عند زيادة صافي الأرباح عـن(9%) ويؤخذ هذا الحافز من القسم الزائد فقط"[1].

الفرع الرابع: إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية على أساس المشاركة

في هذه الطريقة لا يخصص للمدير حصة من الربح منفصلة نظير عمله، بل إما أن يتولى الإدارة بصفته أحد الشركاء أو المخول بتلك المهمة عنهم وذلك إما بنسبة ربح متناسبة مع حصته في رأس المـال، وإمـا بحصة زائدة بناءا على تجاوز تفاوت الربح عن حصته في التمويل. والإدارة في هذه الطريقة تختلـف عمـا يحصل في طريق الإدارة في المضاربة من حيث جواز تدخل الشركاء في الإدارة دون الإخلال بـسريان مـا سبق أن أبرمه من تصرفات إدارة بمفرده[2].

المبحث الثالث: التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار

يمكن لصناديق الاستثمار التقليدية أن تتوافق في حكمها الشرعي مع صناديق الاستثمار الإسلامية، إذا توافقت مكوناتها وأساليب عملها مع أحكام الشريعة الإسلامية . لهذا يتناول هذا المبحث التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار من حيث مكوناتها، وأساليب الاستثمار فيها، وأهمية الرقابة الشرعية على معاملاتها، بالإضافة إلى مزايا ومخاطر الاستثمار فيها.

المطلب الأول: التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار من حيث مكوناتها

يشمل التكييف الشرعي الصناديق التي تستثمر أموالها في جميع الأدوات المالية المتوافرة مـن أسـهم وصكوك وصفقات متنوعة، شريطة أن تكون هذه الأدوات

---

[1] شركة الراجحي للاستثمار ،**اتفاقية صندوق الراجحي للأسهم العالمية**، على الموقع **www.alrajhbanc.com** ، تاريخ الاطلاع 2013/09/10، ص1

[2] عبد الستار أبو غدة ، مرجع سبق ذكره، ص578.

المالية متوافقة أصلا مـع أحكـام الـشريعة الإسلامية، كما ويشترط أن تعمل صناديق الاستثمار الإسلامية وفق طرق وآلية عمل متوافقة مع الـشريعة الإسلامية.

الفرع الأول: صناديق الأسهم الإسلامية

أولا: هو اختيار الشركات التي يكون أساس نشاطها مباح فلا يستثمر في البنوك أو الشركات المنتجة للمواد المحرمة .

ثانيا: تلك التي يكون نشاطها غير مباح مثل البنوك الربوية او الشركات التي تعمل في بيع السلع غير الشرعية مثل الخمور .... الخ، فهذه لا يجوز المساهمة بها البتة وهذا ما نصت عليه قرارات المجامع الفقهية وفتاوى أفراد العلماء .

ثالثا: أن يتقيد بشروطه صحة البيع فلا يشتري أسهم شركة تكون أصولها من الديون أو النقود (لعدم جوا بيع الدين لغير من هو عليه بالحسم) و لضرورة التقيد بشروط الصرف في حالة النقود ولما كانت الشركات لا تخلو من نقود وديون في موجوداتها اعمل الفقهاء المعاصرون قاعدة للكثير من حكم الكل فإذا كانت الديون قليلة كان الحكم للغالب الكثير لا للقليل وحدد القلة بالثلث ولذلك إذا كانت هذه الديون اقل من الثلث كان الحكم للغالب و ليس للقليل .

رابعا : أن يحسب المدير ما دخل على الشركات التي تكون أسهمها في الصندوق من إيرادات محرمة مثل الفوائد المصرفية ثم يقوم باستبعادها من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر من الصندوق.

خامسا : تمثل السواد الأعظم من الشركات التي يكون أصل نشاطها مباح لكنها تمارس في عملها بعض النشاطات أو الأعمال التي لا تجوز شرعا مثل الاقتراض بالفائدة أو إيداع أموال لدى البنوك الربوية وقد اختلف نظر الفقهاء المعاصرين في هذا النوع من الشركات فمن القائل لا يجوز الاستثمار فيها إذ لا يختلف حكمها في نظرهم عن الأولى ومن قائل لا بأس من الاستثمار فيها وتقدير الدخل الحرام لإخراجه مما يتحقق للمستثمر من ريع.

سادسا : أن لا يمارس المدير في الصندوق عمليات غير جائزة مثل البيع قصير الآجل للأسهم أو الخيارات المالية أو الأسهم الممتازة.[1]

وتستحوذ صناديق الأسهم الإسلامية على الصدارة بين أهم أنواع صناديق الاسـتثمار الإسـلامية الموجودة إذ يجتمع فيها الجزء الأكبر من الأموال المستثمرة، فحجم أصول صـناديق الأسـهم في الـشرق الأوسط وإفريقيا وصل إلى 1.10 مليار دولار في غاية عام 2008[2].

الفرع الثاني: صناديق الصكوك

هي الصناديق التي تتاجر بالصكوك الاستثمارية بأنواعها سواء أكانت حكوميـة أم خاصـة، وباختلاف مددها وقد تم إجماع الفقهاء المعاصرين على اعتبار السندات" قروض ربوية" تقـع في دائـرة الحرام، واقتضى منهم توفير البديل الذي يحقق الغرض بعيداً عن الأضرار التي تقترن بذلك المحرم ويبعد الناس عن الوقوع فيه، والذي يتمثل في صكوك الاستثمار.

هل الصكوك والصناديق الاستثمارية بمعنى واحد؟

عرفت المعايير الشرعية الصكوك الاستثمارية على أنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أوخدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله".

وبالتالي فالعلاقة بينها وبين الصناديق الاستثمارية من جهتين:

أولا: أن الصناديق الاستثمارية هي الوعاء الذي تتجمع فيه الوحدات الاستثمارية (الصكوك) التي تشكل بمجموعها صندوقا استثماريا.

---

[1] صفية احمد أبو بكر، **صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها و أنواعها** ،كلية التجارة جامعة اسيوط المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر ص844

[2]التقرير الشهري لشركة سبائك للإجارة والاستثمار، يوليو2009، ص5.

ثانيا: من أوجه توظيف أموال الصندوق الاستثماري هو الصكوك الاستثمارية، فقد يرى مدير الاستثمار أن أحد أوجه الاستثمار المجدي لهذا الصندوق مثلا هو في شراء صكوك إجارة مثلا.[1]

الفرع الثالث: صناديق السلع

ويكون نشاطها الأساسي شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالآجل، واتجهت هذه الصناديق إلى أسواق السلع الدوْلية نظراً لتطور أسواق السلع الدوْلية،[2] ووجود جهات متخصصة معتمدة في تنفيذ عمليات الصندوق بأجر، ويقصد هنا بالسلع تلك التي يكون لها أسواق بورصة منظمة مثل الألمونيوم والنحاس والبترول ويقتصر التعامل بالسلع المباحة، والتي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالآجل، ويستثنى من ذلك الذهب والفضة. وقد تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الآجل أو المرابحة أو السلم.[3]

وحتى تتوافق صناديق السلع مع أحكام الشريعة الإسلامية فإن هناك عدد من الضوابط الـتي يجـب مراعاتها والتي تتمثل فيما يلي:[4]

- أن تقتصر على السلع المباحة وتلك التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل، ويمكن أن تعمل صـناديق السلع بصيغة البيع الآجل أو المرابحة أو السلم وكل هذه الصيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع العالمية.
- أن تكون عمليات الشراء والبيع حقيقية لا صورية، بحيث يقع البيع على سلعة موجودة فعلا ويتحقـق للطرفين القبض الذي هو أساس صحة البيع.

---

[1] الصناديق الاستثمارية الإسلامية في الأردن.. التقنين والرقابة، **ورقة عمل مقدمة للمؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية الجامعة الأردنية،** عمان، الأردن6-2014/8/7 ص14

[2] مطر محمد، **إدارة الاستثمارات،** ، الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر، ص69.

[3] مبروك نزيه، **صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي،** مرجع سابق، ص109.

[4] سيد سالم عرفة، **إدارة المخاطر الاستثمارية**، دار الراية ،عمان،الأردن، ص130

- يجب تحديد سعر السلعة لكلا الجانبين، فإذا لم يتحدد سعر السلعة أو ترك لأي حدث محدد لا يعتـبر البيع جائزا[1].

- يجب أن تكون السلع مملوكة من قبل البائع في وقت البيع، فلا يجوز في الشريعة لشخص أن يبيع سلعة قبل أن يملكها.

الفرع الرابع: الصناديق المتوازنة

يشترط في صناديق الاستثمار المتوازنة أن تكون متوافقة مع الضوابط الشرعية مثلـها مثـل بـاقي الصناديق الإسلامية، ولذلك يجب أن يتوافر فيها ما يأتي:[2]

- أن تستثمر أموالها في أصول مباحة، مثل أسهم الشركات المساهمة المجازة شرعا والصكوك الإسـلامية،وصيغ التمويل المختلفة مثل عقود المرابحة، والمضاربة بالسلع وبيع السلم . أما في حالة صندوق الـصندوق،فيجب أن يستثمر الصندوق الرئيسي في صناديق إسلامية.

- إتباع والتزام مدير الصندوق الطرق الشرعية في عمليات البيع والشراء، والابتعاد عن الطرق المخالفـة للضوابط الشرعية.

- أن يكون الاتفاق بين كل من المستثمر (رب المال) ومدير الصندوق (المضارب أو الوكيل بأجر) متفقا مع الضوابط الشرعية لكل علاقة على حدة.

المطلب الثاني: التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار من حيث أساليب الاستثمار فيها

من أهم صناديق الاستثمار المنتشرة في وقتنا الحالي والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية ما يأتي:

---

[1] .صفوت عبد السلام عوض الله، ، مرجع سبق ذكره ص819

[2] خالد بن علي ثويني الثنيان ، مرجع سبق ذكره، ص145.

الفرع الأول: صناديق المرابحة

تقوم صناديق المرابحة على التمويل بالأجل بطريق المرابحة وبخاصة في أسواق السلع الدوليـة. فيقـوم الصندوق بشراء كمية من سلعة الحديد مثلا بالنقد، ثم بيعها إلى طرف ثالث (غير من اشتراها منه) بالأجل.

ويكون الأجل قصيرا في الغالب يتراوح بين شهر وستة أشهر. ويستفيد من عمليات التمويـل الـشركات المتعاملة في أسواق السلع لتمويل المخزون، ومصافي البترول لتمويل حصولها على الخام وشـركات المـواد الأولية. وجلي أن أصول هذه الصناديق هي ديون تتعلق بذمة العملاء الذين اشتروا هذه الـسلع ويتحـدد مقدار المخاطرة بالتصنيف الائتماني للمدين . ولذلك يمكن لمدير الصندوق التحكم بمقدار المخاطرة بحيـث تكون عند المستوى الذي يرغبه المستثمرون. وتثير هذه الصناديق إشكالاً شرعياً إذ أن بيع الدين لا يجوز في الشريعة إلا لمن هو عليه وبشروط تخرجه من الربا والغرر. ولذلك فإن توفير السيولة في وحدات الصندوق للمستثمرين يئول إلى بيع الدين الممنوع.[1] إلا أن بعض الهيئات الشرعية أفتت بأن المقصود من تداول وحدة الصندوق هنا هو الحصول على عائد، وليس شراء أو بيع الدين، عملا بقاعدة التبعية والقـصد، والأمـور بمقاصدها[2].

الفرع الثاني: صناديق السلم

السلم بيع يؤجل فيه قبض المبيع ويعجل فيه قبض الثمن، ويجب أن يكون في سلعة موصوفة في الذمة. ويمكن توليد الربح من بيوع السلم في الصناديق الاستثمارية من خلال الدخول في عقد سلم محلـه بضاعة موصوفة في الذمة، يقدر على تسليمها في الأجل، وأن يدفع الثمن كاملا في مجلس العقد، إلى جانب تحديد أجل ومكان التسليم، ولكن الصندوق لا يرغب حتما في تسلم السلعة، كما أنه لا يجوز له بيع بضاعة السلم

---

[1] صفية أحمد أبو بكر ، ، مرجع سبق ذكره، ص ص849- 850

[2] خالد بن علي ثويني الثنيان ، مرجع سبق ذكره، ص165

قبل القبض لأنها دين، والدين لا يجـوز بيعه للغير . لذا يقوم الصندوق بإدخال عقد سلم مواز أي أنه يبيع سلعة مماثلة بـنفس الـشروط وتـاريخ التسليم مع اختلاف المدة، كأن تكون مدة السلم الأول 90 يوما وتكون مدة الآخر 30 يومـا، ويتحقـق الربح من فرق السعر نتيجة تغيرات الأسعار ومن الزيادة من أجل إلى أجل آخر[1].

الفرع الثالث: صناديق التأجير

هي صناديق تقوم باستخدام الأموال المكتتبة في شراء الأصول المولدة وتأجيرها لمدة طويلة إلى العملاء ذوي الملاءة بحيث تولد دخلا مستقرا على الاستثمار[2]، وتبقى ملكية هذه الأصول للصندوق ويتم تحـصيل هذه الإيجارات من المستأجرين أو المستخدمين للأصول، وهذه الإيجارات تعد هي مصدر الدخل للصندوق وتوزع بالنسب على المكتتبين، ويحصل كل مكتتب على شهادة تضمن وتحدد نسبة ملكيته في الـصندوق،وتسمى هذه الشهادات"صكوك" وهذه الصكوك تكون قابلة للتداول ويمكن بيعها أو شـرائها بالـسوق الثانوية ومن يشتري هذه الصكوك يحل محل البائعين في احتفاظه بنسبة الملكية للأصول المتعلقة وتكون عليه كل الالتزامات وله كل الحقوق التي كانت لمالكها الأول، وتحدد أسعار هذه الصكوك على أساس قـوى العرض والطلب في السوق. [3]

وحتى تكون عمليات الصناديق التأجيرية صالحة لأن يضمها صندوق الاستثمار الإسلامي فإنه يتعين توافر الضوابط التالية:[4]

---

[1] . وليد هويمل عولجان، ، مرجع سبق ذكره، ص39

[2] محمد علي القري ،**صناديق الاستثمار الإسلامية**، بحث مقدم ضمن ندوة التطبيقات الاسلامية المعاصرة ، الدار البيضاء ، المغرب ،1998، ص424.

[3] Taqi Usmani**, An Introduction To Islamic Finance**, op-cit, p147

[4] محمد علي القري ، مرجع سبق ذكره، ص426

- يجب أن يكون الصندوق مالكا للأصول المؤجرة المولدة للدخل طوال مدة حصول ذلك الـدخل، ولا يكفي أن تكون رهنا لتوثيق التدفقات النقدية من تلك الأصول، وأن تكون تلك الأصول مما يمكن بقـاءه وتوليده للمنافع طوال مدة العقد.
- يجب تحديد الإيجار لكل طرف قبل بداية العقد.
- يجب أن تصاغ العقود بحيث تدل بوضوح على أن التأجير بيع لمنفعة الأصل المؤجر بحيـث لم توقـف الأصل عن توليد المنافع المعقود عليها لفسخ العقد ولا يجوز تضمين المستأجر الأجرة على أية حال يكـون عليها الأصل.
- يلتزم المؤجر بكل الالتزامات المترتبة على ملكيته للأصول.
- يجب أن يتفق استخدام الأصول الإيجارية مع أحكام الشريعة الإسلامية، وعلـى ذلـك فـلا يجـوز استخدامها في أغراض تتنافى مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

الفرع الرابع: صناديق الاستصناع

يعرف الاستصناع على أنه عقد مع صانع على عمل شيء معين في الذمة[1]، ومن شروطه بيان جنس المستصنع ونوعه وقدره وصفته بوصفه مبيعا فلا بد من معرفته، وأن يكون مما يجري فيه التعامل بـين الناس وذلك لأن هذا البيع جاء على خلاف القياس، وإنما أجيز استحسانا لتعامل الناس به. كما يجب أن لا يتضمن العقد أجلا محددا، لأنه بتضمنه الأجل يصبح العقد سلما وليس استصناعا [2].

---

[1] محمد البلتاجي ،**صيغ التمويل في المصارف الإسلامية**، موقع المصارف الإسلامية http://www.bltagi.com/portal/، تاريخ الإطلاع 2018/01/17

[2] قيصر عبد الكريم الهيتي ،**أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية**، دار رسلان دمشق سوريا ،2006، ص 150.

الفرع الخامس: صناديق الاستثمار المبنية على أساس المشاركة

تعرف المشاركة بأنها خلط اثنين أو أكثر ماليهما أو عملهما أو التزامهما في الذمة بقصد الاسترباح ،أو اختلاط ذلك على سبيل الحيازة على الشيوع[1]، أي أنها اشتراك طرفين أو أكثر في المال أو العمل على أنيتم الاتفاق على كيفية تقسيم الربح، أما الخسارة فيجب أن تكون حسب نسبة المشاركة في رأس المـال،ويطبق الصندوق الإسلامي هذه الصيغة بالدخول بأمواله شريكا مع طرف أو مجموعة أطـراف في تمويـلا لمشاريع مع اشتراكه في إدارتها ومتابعتها.

الفرع السادس: الصناديق المختلطة

يتم في هذا النوع من الصناديق الإسلامية توظيف مبالغ الاشتراك في أنواع مختلفة من الاسـتثمارات،مثل الأسهم، التأجير، والسلع الأساسية وغير ذ لك. في هذه الحالة إذا كانت الأصول المادية للصندوق أكثر من 51 % في حين السيولة والديون أقل من 50% من وحدات الصندوق تكون قابلة للتداول، ومع ذلـك إذا كانت نسبة السيولة والديون تتجاوز 50 %، لا يمكن تداول وحدا لها وفقا لغالبية العلماء المعاصرين. في هذه الحالة يجب أن يكون الصندوق صندوق مغلق النهاية[2].

المطلب الثالث: مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية ومخاطرها

تتمتع الصناديق الإسلامية بمجموعة من المزايا المستنبطة عموما من الضوابط على أساليب الاسـتثمار الإسلامي، إلا أن هذه الصناديق لا تخلو من المخاطر.

[1] مصطفى كمال السيد طايل، **دراسة قرار الاستثمار في المصارف الإسلامية**، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر ،2006، ص 120.

[2] Hassan Kabir, Lewis Mervyn, **Handbook of Islamic Finance**, Edward Elgar, Northampton, United States of America, 2007, p 260 .

الفرع الأول: مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية

تتمتع صناديق الاستثمار الإسلامية بالعديد من المزايا والتي تتمثل في ما يلي:[1]

أولا: تحمل أرباب الأموال لمخاطر العمل الاستثماري مباشرة

لاشك أن صناديق الاستثمار إنما وقع لها القبول ضمن اتجاه عام في النشاط المصرفي لتـضمن اتجـاه أرباب الأموال إلى تحمل مخاطر العمل الاستثماري مباشرة وانصراف رغباتهم عن توسيط المصارف في تحمل هذه المخاطر، وقد كان للبنوك الإسلامية قصب السبق وفضل الريادية في توطيد هذا الاتجاه، ذلك أن نموذج المصرف الإسلامي يعتمد على نفس الفكرة الأساسية التي تمثل تطورا في الوساطة المالية، فعقـد المـضاربة الذي اعتمد عليه عمل البنوك الإسلامية لا يجعل المصرف مقترضا من أرباب الأموال، كما أنـه لا يولـد علاقة مديونية بين المصرف ومصادر أمواله بل بجعل المصرف في منزلة مدير الأموال، ويتولد دخل المصرف بصفة أساسية من قدرته على إدارة هذه الأموال وتوجيهها نحو أفضل أنواع الاسـتخدامات مـن الـربح والمخاطرة، ولا يتحمل المصرف المخاطر المصرفية نيابة عن أرباب الأموال، فإذا خـسرت الاسـتثمار تخسر أصحاب الحسابات الاستثمارية بخلاف البنوك التقليدية التي تضمن هذه الأموال لأصـحابها، فمـن الجلي إذن أن نفس المنطق الذي كان أساس ظهور الصناديق الاستثمارية وانتشارها ونموها، هو نفس المنطق الذي اعتمد عليه عمل نموذج المصرف الإسلامي الذي يعتمد في جانب الخصوم على عقد المضاربة.

ثانيا: سهولة إنشائها

إذا كان إنشاء بنك إسلامي في بلد ما يحتاج إلى سن قانون جديد إذا لم يكن القانون موجودا، أو إصدار قانون خاص، إلا أن إنشاء صندوق استثماري هو أمر ممكن في ظل القوانين المنظمة لهذه الـصناديق في أي مكان خاصة أن هذه القوانين أخذت في

---

[1] محمد علي القري ، مرجع سبق ذكره، ص ص414 -415.

اعتبارها أن الغرض الأساسي من صناديق الاسـتثمار هـو تلبية تفضيلات ورغبات المستثمرين الذين لا يجدون ما يرضيهم في البنوك التجارية وشركات الاسـتثمار، ولما كان الهدف من إنشاء صناديق الاستثمار الإسلامية هو رفع بلوى الربا عن المجتمعات الإسلامية، فـإن إنشائها يعد أمرا حسنا وإنجازا لا يستهان به، ومن هنا كانت صناديق الاستثمار الإسلامية بالغة الأهمية في مرحلة التطور التي تمر بها الدول الإسلامية.

ثالثا: رفع بلوى الربا

إذا تم النظر إلى القطاعات المصرفية في الدول الإسلامية لوجد انها تتكون من آلاف البنوك التي تعمل بالفائدة، ولذلك فإن أي مشروع يستهدف رفع بلوى الربا عن المجتمعات الإسلامية يجـب أن يأخـذ في اعتباره أنه ما لم يكن لهذه الآلاف من البنوك القائمة التي ترتبط بها مصالح ملايين المسلمين دور مباشر لهذا المشروع فإن فرص نجاحه تكون قليلة، ولا شك أن لصناديق الاستثمار أهمية بالغة في رفع بلوى الربا حيث أنها تمثل أول تذوق من البنك الربوي للعمل المصرفي الإسلامي يستطيع من خلاله إنشاء صندوق استثماري يختبر من خلاله حقيقة مؤداها أن المسلمين دائما يفضلون الحلال على الحرام، ويتعرف على طبيعة المعاملات المنضبطة شرعيا ومن ثم تساهم صناديق الاستثمار الإسلامية في رفع بلوى الربا.

رابعا: منع الخلط بين أموال البنك وأموال الصندوق

تتميز صناديق الاستثمار في النظام الاقتصادي الإسلامي بأن الخلط بين أموال البنك وأموال الصندوق والذي يتخوف منه كثير من المدخرين لا يقع فيها، لأن الصناديق لها ميزانية وحسابات مستقلة تماما عـن البنك، والقوانين تمنع الاختلاط بين أموال البنك وأموال الصندوق مع كونه شركة مالية لا تكاد تختلف عن البنك ولا حدود

لنموها وحجمها وهي بخلاف النوافذ في البنوك التقليدية لا تحتاج إلى أن يغير البنك هيكلها لإداري أو نظام عمله أو تعيين كادر جديد من الموظفين[1].

خامسا: تحقيق التكافل الاقتصادي بين المسلمين

من أهم مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية انها يمكن أن تكـون أداة ووسـيلة لتحقيـق التكافـل الاقتصادي بين المسلمين، وذلك بتسهيل نقل المدخرات من دول الفائض إلى دول العجز وأن تكون توطئة لقيام البنوك الإسلامية وتوطيد دعائم العمل المصرفي اللاربوي في أي بلد من بلاد المسلمين.

الفرع الثاني: مخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية

تشترك صناديق الاستثمار الإسلامية مع المخاطر التي تتعرض لها صناديق الاستثمار التقليديـة سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة، بالإضافة إلى المخاطر المرتبطة بصيغ الاستثمار الإسلامي المطبقة مـن طرف الصندوق وكذا مخاطر الرقابة الشرعية المتمثلة في عدم تبلور مفهوم الرقابة الـشرعية في ذهـن إدارة الصندوق الإسلامي.

أولا: مخاطر صيغ الاستثمار المطبقة في الصندوق

يمكن تلخيص المخاطر المرتبطة بصيغ الاستثمار المطبقة في الصندوق في ما يلي**:**[2]

1- مخاطر عقد المرابحة: يمكن إيجاز أهم مخاطر المرابحة في النقاط الآتية**:**

- تأجيل السداد عمدا لعدم وجود عقوبات تأخير أو عدم التسديد لإفلاس وإعسار المستثمر.
- مخاطر رفض السلعة لوجود عيب فيها.
- مخاطر تعرض السلعة للتلف وهي ما تزال ملكا للصندوق.

---

[1]نزيه عبد المقصود مبروك ، مرجع سبق ذكره، ص122.

[2]محمد فرحي، فاطمة بن ناصر ،**إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية**، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجا، المركز الجامعي بخميس مليانة، الجزائر ،5 -6 ماي 2009، ص ص 5 -6.

2- مخاطر عقد السلم: يمكن حصر أهم مخاطر السلم في ما يلي:

- عدم تغطية العائد من السلم للتكلفة.

- مخاطر الاحتفاظ بالسلعة عند تسليمها قبل الوقت المتفق عليه والصندوق ملزم بالاستلام، وهنا يتحمل الصندوق المخاطر المترتبة على ذلك (تكلفة التخزين، التأمين، التلف..)

3- مخاطر عقد الاستصناع: ومن أهم مخاطر الاستصناع ما يلي:

- تقلبات الأسعار بعد تحديدها في عقد الاستصناع.

- تأخر الصانع في تسليم البضاعة إذا كان الصندوق مستصنعا.

- تأخر المقاول أو المنتج في تسليم البضاعة إذا كان الصندوق صانعا.

- تلف البضاعة تحت يد الصندوق قبل تسليمها للمستصنع.

4- مخاطر متعلقة بالمضاربة والمشاركة: من أهم مخاطر صيغ المضاربة والمشاركة ما يلي:

- المخاطر الناتجة عن عدم دفع الشريك نصيب الصندوق من الأرباح أو التأخير في دفعها.

- المخاطر الناتجة عن ضعف الأداء من جانب الشريك أو عدم دراسة المشروع دراسة جيدة.

- المخاطر الناتجة عن تلف البضاعة تحت يد المضارب.

- المخاطر الناتجة عن خسارة الشركة أو كون الربح الفعلي أقل من المتوقع.

5- مخاطر متعلقة بعقد الإجارة

يتحمل الصندوق المؤجر عند شراء العين لتأجيرها كل الأعباء، ومنها ضمان العين المملوكة، تكلفـة الصيانة ،وتحمل مخاطر تقادم الأصل تكنولوجيا.

ثانيا: مخاطر الرقابة الشرعية على الصندوق

تتمثل مخاطر الرقابة الشرعية على الصندوق فيما يلي:[1]

- قلة عدد الفقهاء المتخصصين في مجال المعاملات المالية الإسلامية والمسائل الاقتصادية الحديثة، مما يؤدي إلى عدم تصور واضح لهذه المسائل ومن ثم صعوبة الوصول للحكم الشرعي الصحيح فيها، وكذلك التطور السريع والكبير في المعاملات الاقتصادية وصعوبة متابعتها بالفتوى وبيان الحكم الشرعي.
- عدم الاستجابة السريعة لقرارات الهيئة من قبل إدارة الصندوق، وهذا الأمر سيؤدي إلى استمرار وجود المخالفات الشرعية والاعتياد عليها من قبل الموظفين ويقود في نهاية الأمر إلى رقابة شرعية صورية لا معـنى لها.
- الضغوط التي تمارسها إدارة الصندوق على الهيئة لإباحة بعض التصرفات وقد تعتمد الإدارة على عـدم إلمام الهيئة الكامل بدقائق المعاملات اليومية للصندوق.
- ضيق اختصاصات الهيئة، فيقتصر دورها في أغلب الأحيان على صورة سؤال وجـواب، ثم لا تقـوم بتقويم الأخطاء، وتقديم البديل الشرعي، وتصبح بذلك واجهة شرعية تكمل بقية الواجهات لإضفاء الصيغة الشرعية على الصندوق ودعاية أمام جمهور المسلمين.

[1] سيد سالم عرفة ، ، مرجع سبق ذكره، ص ص 126 -127.

خاتمة الفصل

تعتبر الصناديق الإسلامية أداة هامة من أدوات الصناعة المالية الإسلامية وتتضمن في مفهومها التزام مديرها بضوابط شرعية تتعلق بالأصول والخصوم والعمليات فيه ،والابتعاد عن السلع وعقود البيع المحرمة وتحريم الفائدة ، وتبرز هذه الضوابط الشرعية من خلال نشرة الإصدار التي تعكس رغبة وقبول المستثمر واشتراكه في الصندوق ،كما أن توقيع الطرفان عند الاكتتاب تظهر أحكام وشروط هذا الصندوق كذلك.

تستثمر صناديق الاستثمار الإسلامية مواردها في الأوراق المالية المصدرة من طرف المؤسسات والشركات ذات الضوابط الإسلامية ، كما أن استثمارها يكون حقيقيا في عمليات مباشرة أساسها عقد المضاربة والسلم والتأجير وغيرها من صيغ الاستثمار الإسلامية الأخرى .كما تأسس على صيغة المشاركة وتعدد استثماراتها مابين الأسهم والعقارات والمرابحة في أسواق السلع الدولية والصكوك ، ونشير إلى أن الوساطة المالية تكتفي بها صناديق الاستثمار التقليدية فقط عكس صناديق الاستثمار الإسلامية .

ومن مميزات هذه الصناديق الرقابة المشددة عليها من طرف الجهات المسؤولة والهيئات الشرعية المكلفة بتحقيق التوافق الكلي بين استثمارات الصندوق ومتطلبات الشريعة من ناحية ،وبينها وبين قواعد وتعليمات الهيئة الشرعية من ناحية أخرى خاصة المتعلقة بآلية الاستثمار والعمل .

لا ينحصر تسويق وإدارة الصناديق الإسلامية على المؤسسات المالية الإسلامية فقط ، بل تقوم المؤسسات المالية التقليدية بتسويقها وإدارتها كذلك ، مما يساعدها ويجذبها لسوق الخدمات المصرفية الإسلامية دون القيام بتغيير هيكلها الإداري وترخيصها ونظام عملها.

تمهيد

تعد صناديق الاستثمار أحد أنظمة الاستثمار الجماعي التي ظهرت لكي تسمح للأفراد الذين لا يتمتعون بالخبرة اللازمة للاستثمار، وكذلك الذين لا يملكون المال الكافي للقيام بمشروع استثماري باستثمار أموالهم استثمارا جماعيا مع أموال الغير. إضافة إلى أنها تحقق توزيعا جيدا للمخاطر نظرا للعدد الكبير من المتعاملين فيها والتنوع في أنشطتها الاستثمارية و اتساعها.وقد ظهرت صناديق الاستثمار الإسلامية نتيجة للتطورات التي شهدتها الصناعة المالية الإسلامية ،لكي تلبي رغبات المستثمرين الذين لا يفضلون التعامل بالفائدة في مختلف أنحاء العالم، حيث أنها تتعامل وفقا لضوابط الشريعة الإسلامية وتخضع جميع معاملتها وسياساتها الاستثمارية للرقابة الشرعية. وسيتم تقسيم هذا الفصل كالآتي :

المبحث الأول : نظرة على بورصة السعودية .

المبحث الثاني : صناديق الاستثمار في بورصة السعودية .

المبحث الثالث : صندوق الراجحي للاستثمار الإسلامي في بورصة السعودية .

المبحث الأول: نظرة على بورصة السعودية

شهدت صناديق الاستثمار الإسلامية في السعودية تطورا كبيرا من حيث حجم الأصول المدارة ومن حيث عدد المشتركين وعدد الصناديق العاملة، إلا أن هذه الصناديق تعتبر سوقا ناشئا إذا ما تم مقارنتـها بصناديق الاستثمار التقليدية العاملة في المملكة، ويضم سوق صناديق الاستثمار في المملكة صناديق متداولة وهي الصناديق المشمولة في نشرة تداول الأسبوعية، وأخرى غير متداولة وهي إما أن تكون صـناديق قـد صرح لها من قبل مؤسسة النقد العربي السعودي، ولكن المصرف لم يبدأ بتسويقها على المستثمرين أو تكون صناديق استثمار مسجلة في أسواق مالية عالمية أخرى. وسوف تقتصر هذه الدراسة على الصناديق المتداولة في السوق المالي السعودي فقط.

المطلب الأول: نشأة سوق الأسهم السعودي

يعتبر سوق الأسهم السعودي أكبر الأسواق المالية العربية من حيث حجم قيمـة التـداول وعـدد الشركات المدرجة وقد مر منذ إنشائه بعدة مراحل.

ارتبط إنشاء سوق الأسهم السعودي بتأسيس شركات المساهمة، وتعود بداية تأسيس أول شـركة مساهمة في المملكة العربية السعودية إلى عام 1934، وفي نهاية السبعينيات من القرن الماضي عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ نشأت سوق غير منظمة يديرها سماسرة الأوراق المالية يمارسون نـشاطا لوساطة في بيع وشراء الأسهم، ونظرا لعدم وجود الخبرة في هذا المجال وعدم وجود الأسس السليمة الـتي تساعدهم على إدارة السوق وتفشي الممارسات غير المشروعة، فقد صدر المرسوم الملكي رقم 8/1230 في1403/7/11، بتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية. وتضمن الإطار التشريعي والمؤسسي الـذي يحكم تداول الأسهم في المملكة بشكل رئيسي ما يلي:

- نظام الشركات المساهمة.
- القواعد التنفيذية لتنظيم عمل تداول أسهم الشركات عن طريق البنوك المحلية.

- تعليمات مقننة لعمليات بيع وشراء الأسهم عن طريق نظام آلي للتداول، فهو نظام صادر مـن لجنـة وزارية مشكلة من وزارة التجارة، وزارة المالية والاقتصاد الوطني، ومحافظ مؤسسة النقد العربي الـسعودي لغرض تنظيم إجراءات عمل السوق.

وفي عام 1985 قامت مؤسسة النقد العربي السعودي بإدخال بعض التحسينات في عمليـات بيـع وشراء الأسهم بتأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم، وكانت عملية تداول الأسهم تتم عبر تبـادل الشهادات الورقية عبر البنوك. وفي عام 1990 أدخلت مؤسسة النقد العـربي الـسعودي نظـام التبـادل الالكتروني الذي يتم بموجبه تحويل أوامر تداول الأسهم من البنك إلى الحاسب الآلي المركزي التابع لمؤسسة النقد العربي السعودي بغرض تدقيق الأوراق المالية وتسجيلها. وفي 2003/07/31 صدر المرسوم الملكي رقم30 بالموافقة على إنشاء هيئة السوق المالية تكون مسئولة عن إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات وتطبيـق أحكام نظام التبادل الالكتروني، وفي سبيل ذلك تقوم الهيئة بتنظيم السوق المالية السعودية وتطويرها وتنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها .[1]

المطلب الثاني : نشأة صناديق الاستثمار في السعودية وتطورها

شهدت صناديق الاستثمار في السعودية تطورا ملحوظا منذ نشأتها وذلك كما يلي:

الفرع الأول : نشأة صناديق الاستثمار في السعودية

جاءت فكرة صناديق الاستثمار السعودية تلبية لرغبات وطلبات المستثمرين لفئاتهم المختلفـة وإقبالهم على هذه الصناديق التي تسوق محليا وعالميا. وقد صدرت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في البنوك المحلية بناء على توصيات مؤسسة النقد العربي السعودي والقرار الـوزاري رقـم 3 /2052 بتـاريخ 14 /1413/07 الموافق لـ 7جانفي 1993، وقد عرفت قواعد تنظيم صـناديق الاسـتثمار بأنـه"برنـامج استثماري مشترك ينشئه البنك المحلي بموافقة مسبقة من مؤسسة النقد العربي

[1] عصام أحمد البهجي **الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات الإسلامية** دار الجامعة الجديدة الاسكندرية ، مصر،2009، ص ص 97-100

السعودي بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعيا في نتائج أعمال البرنامج، وتتم إدارته من قبل البنك مقابل أتعاب محددة"، وبالنسبة للأغراض الاستثمارية للصناديق في السعودية فلم تحصرها قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في مجال معين وتركها لعقد إنشاء الصندوق بين المدير والمستثمرين[1].

الفرع الثاني: تطور صناديق الاستثمار المدرجة في سوق الأسهم السعودي

يمثل الجدول الآتي تطور عدد الصناديق العاملة في السعودية وعدد المشتركين فيهـا بالإضـافة إلى التطور في حجم أصولها.

الجدول رقم (1- 3): نمو إجمالي الصناديق العاملة مع حجم الأصول المستثمرة، وعدد المشتركين فيها بسوق الأسهم السعودي

السنوات	عـدد الصناديق	نسبة التغير	إجمالي الأصول	نسبة التغير	عدد المشتركين	نسبة التغير
2005	199	-	136974	-	568284	-
2006	214	7.53	84108	-38.59	499968	- 12.02
2007	252	17.75	105100	24.95	426085	- 14.47
2008	262	04.37	74814	-28.81	374975	- 02.84
2009	244	-06.87	89548	19.69	356331	- 4.97
2010 Q_1	241	-1.22	93132	4.00	349474	- 1.92
2010Q_2	241	0	98947	6.24	340515	- 2.56
2010 Q_3	244	1.24	98290	-0.66	331285	- 2.71

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، تقرير الربع الثالث 2010. تاريخ الاطلاع : 2018/03/28 10.30 سا

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن هناك تطور في عدد الصناديق المدرجـة في سـوق الأسـهم السعودي، وشهدت صناديق الاستثمار في عام 2008 زيادة عدد

[1] عمر عبو ،**صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الأسواق المالية تجارب بعض الدول العربية** ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود وبنوك ،جامعة الشلف ،2010/2009، ص114.

الصناديق المدرجة في السوق المالي وصلت إلى 262 صندوق بحجم أصول قدرها 74814 ريال سعودي بزيادة نسبتها 3,96 % مقارنة بـسنة 2007 حيث كان عدد الصناديق العاملة 252 صندوقا بإجمالي أصول قدره 105100 ريال سعودي. ثم انخفـض العدد إلى 244 صندوق تدير 89548 ريال سعودي في نهاية عام 2009 نتيجة عملية التصفية التي طالـت عدد من صناديق الاستثمار العاملة بالمملكة بسبب التأثر بالأزمة المالية العالمية، واستمر هذا الانخفـاض في سنة 2010 ليبلغ عدد الصناديق في الربع الثاني من السنة حوالي 241 صندوقا بإجمالي أصول قدره 98947 ريال سعودي ، ثم شهد قطاع الصناديق ارتفاعا ملحوظا خلال الربع الثالث من سنة 2010 نتيجة تحـسن أوضاع السوق المالية في السعودية.

أما فيما يخص عدد المشتركين في صناديق الاستثمار فيلاحظ من الجدول تراجع عدد المشتركين من سنة لأخرى، فبعدما كان عدد المشتركين 568284 مشتركا سنة 2005، تراجع هذا العدد ليبلغ 331285 مشتركا في نهاية الربع الثالث من سنة 2010.

الفرع الثالث : صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية في السعودية

يعود إنشاء أول صندوق استثمار إسلامي في السعودية إلى سنة 1987 بإنشاء صـندوق الأهلـي للتجارة العالمية من طرف بنك الأهلي التجاري ويعمل الصندوق على المتاجرة بالأسهم في إطار الـشريعة الإسلامية[1]، ثم تنامت وازدهر ت صناعة الصناديق الإسلامية في السعودية مع ارتفاع الطلب عليها مما حـدا بالكثير من شركات الاستثمار والمؤسسات المالية لتلبية الطلب المتزايد عن طريق إنشاء صناديق جديـدة أو تحويل صناديق قائمة أصلا لتعمل بحسب الضوابط الشرعية، و فيما يلي بيان بأعداد صـناديق الاسـتثمار الإسلامية المدرجة في سوق الأسهم السعودي حتى تاريخ 2011/06/16.

---

[1] Rodney Wilson, **The Développement of Islamic finance in GCC**, Working Paper in Kuwait Programme on développement, Gouvernances and Globalisation in the Gulf States, kuwait, 2009, p14

الجدول رقم (2-3): توزيع الصناديق الإسلامية بسوق الأسهم السعودي

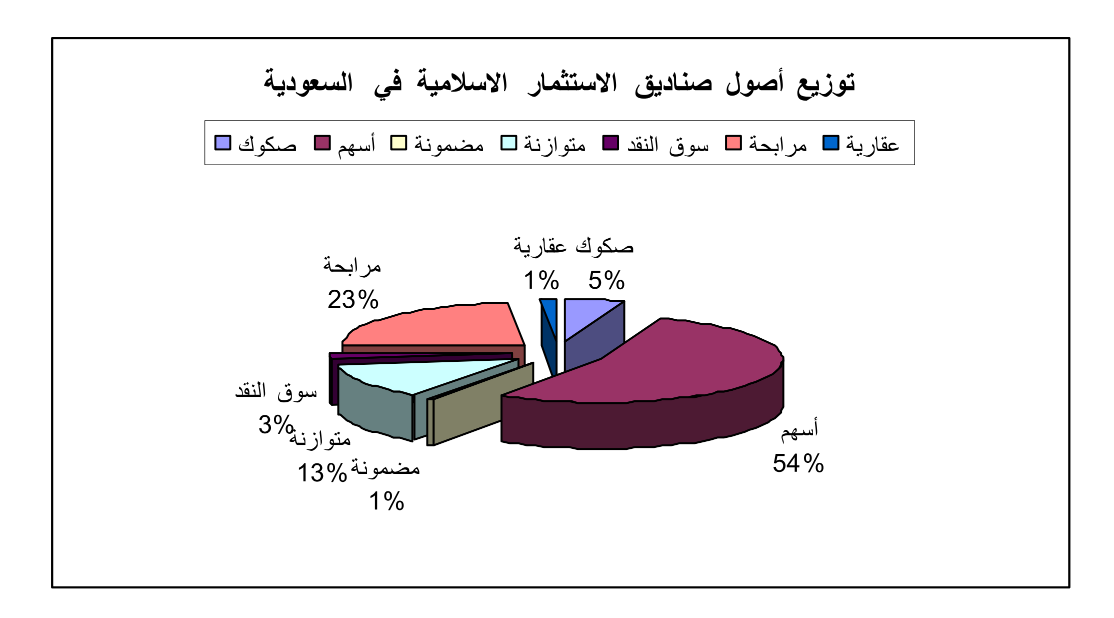
المدير	عدد الصناديق الإسلامية
الأهلي المالية	22
جدوى للاستثمار	14
الراجحي المالية	14
إتش إس بي سي العربية المحدودة	13
الرياض المالية	12
السعودي الهولندي المالية	10
كام السعودي الفرنسي	09
سامبا	07
فالكم للخدمات المالية	07
الجيرة كابيتال	05
المستثمر للأوراق المالية	02
التوفيق المالية	04
الخبير المالية	01
شركة الأول للخدمات المالية	02
مجموعة كسب المالية	04
الإنماء للاستثمار	02
البلاد للاستثمار	05
العربي الوطني للاستثمار	06
مجموعة بخيت الاستثمارية	01
الشرق الأوسط للاستثمار المالي	02
صائب بي إن بي باريبا لإدارة الأصول	05
بيت الاستثمار العالمي السعودي	01
شعاع كابيتال	02
خليجية إنفست	04
المجموع	**154**

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على موقع سوق الأسهم السعودي http://www.tadawul.com تاريخ الاطلاع : 2018/03/28

يمثل الجدول السابق توزيع الصناديق الإسلامية المدرجة في سوق الأسهم السعودي، إذ تمثل الصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية نسبة 3.644 %

من إجمالي الصناديق المتداولة في الـسوق البـالغ 240 صندوقا ، وتتنوع استثمارات هذه الصناديق بين عدة مجالات استثمارية مختلفة كما يوضحه الـشكل الآتي:

الشكل رقم (1 - 3): توزيع أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في السعودية



المصدر: تم إعداد الشكل اعتمادا على موقع سوق الأسهم السعودي:http://www.tadawul.com **تاريخ الاطلاع :** 2018/03/28

يظهر من الشكل أن الصناديق الإسلامية في السعودية تركز على الاستثمار بقوة في قطاع الأسـهم إذ تستحوذ هذه الأخيرة على نسبة 54% من عدد الصناديق، أما صناديق المرابحة فتأتي في المركز الثاني بنسبة 23%، يليها الصناديق المتوازنة بنسبة 13% في المركز الثالث، وباقي النسب تتوزع على: صناديق الصكوك بنسبة 5%، صناديق سوق النقد بنسبة 3%، صناديق عقارية بنسبة 1%.

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار في البورصة السعودية

في هذا المبحث سنذكر القواعد المنظمة والأساسية لإنشاء الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية ، مكتفيا بذكر أهم ما جاء في لائحة طرح الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية ، كما نتطرق إلى أهم الصناديق الاستثمار الإسلامية المعتمدة في بورصة المملكة العربية السعودية .[1]

المطلب الأول :شروط اعتماد صناديق الاستثمار الإسلامية في بورصة السعودية

تستلزم لائحة صناديق الاستثمار عند تقديم طلب طرح الصندوق أن يتضمن ذلك الشروط والأحكام المتعلقة بالصندوق ،وفيما يلي اذكر متطلبات شروط وأحكام الصندوق كما وردت في لائحة الصناديق الاستثمارية :

على مدير الصندوق عرض شروط وأحكام الصندوق بطريقة سهلة الفهم والاستيعاب بالنسبة للمستثمرين ، ويجب أن يشمل الشروط والأحكام على المعلومات الآتية وفقا للتسلسل الموضح أدناه:

1- اسم صندوق الاستثمار .
2- عنوان المكتب الرئيس لمدير الصندوق : وعنوان أي موقع انترنت يتضمن معلومات عن صندوق الاستثمار و(أو) مديره.
3- تاريخ البدء : التاريخ المحدد لقبول الاشتراكات .
4- الهيئة المنظمة : بيان يفيد بان مدير الصندوق مرخص من الهيئة .
5- تاريخ إصدار شروط وأحكام الصندوق أو آخر تحديث لها
6- الاشتراك بيان الحد الأعلى اللازم للاشتراك في الصندوق في حال وجوده .
7- عملة الصندوق : بيان عملة الصندوق ووصف أي إجراء لتحويل الاشتراكات التي تم الحصول عليها بعملات أخرى .

[1] عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة ، مرجع سبق ذكره ، ص113.

8- أهداف صندوق الاستثمار: وصف لأهداف صندوق الاستثمار وأغراضه ، بما في ذلك فئته أو نوعه ، وإذا كان هدف الصندوق الاستثماري هو الاستثمار في مجال أو قطاع معين من الأسهم المدرجة في السوق ، فيجب أن يشمل الإفصاح عن المعايير اللازمة لتحديد مجال الاستثمار.

9- استراتيجيات الاستثمار الرئيسة : ملخص لاستراتيجيات الاستثمار الرئيسة التي يستخدمها مدير الصندوق لتحقيق أهدافه بما في ذلك :

أ- نوع أو أنواع الأوراق المالية التي سوف يستثمر الصندوق فيها بشكل أساسي .

ب- أي سياسة لتركيز الاستثمار في أوراق مالية معينة ، أو في صناعة معينة أو مجموعة من القطاعات ،أو في أي بلد معين أو منطقة جغرافية معينة .

ت- أنواع المعاملات والأساليب والأدوات التي يمكن استخدامها نيابة عن صندوق الاستثمار بغرض إدارة محفظته الاستثمارية .

ث- أنواع الأوراق المالية التي لا يمكن إدراجها في محفظة الصندوق أو أنواع الأوراق المالية التي يمكن إدراجها في المحفظة فقط ، وفي حال حصول الصندوق على استثناء من الهيئة بموجب المادة (42) من هذه اللائحة ، يتم ذكر تفاصيل ذلك بوضوح .

ج- أي قيد آخر على نوع أو أنواع الأوراق المالية أو الأصول الأخرى التي يمكن للصندوق الاستثمار فيها .

ح- صلاحيات صندوق الاستثمار في الاقتراض وسياسة مدير الصندوق بشان ممارسة صلاحيات الاقتراض .

خ- أسواق الأوراق المالية التي يحتمل أن يشتري ويبيع الصندوق استثمارات المحفظة فيها .

د- الحد الذي يمكن فيه استثمار أصول صندوق استثمار واحد يديره مدير صندوق معين ،في وحدات صناديق أخرى يديرها ذلك المدير أو مديرون آخرون .

ذ- إذا كان مدير الصندوق يستثمر أصول الصندوق في سوق أو أسواق تستخدم مشتقات أوراق مالية ، يجب وصف المدى الذي تشكل فيه هذه المشتقات جزءا من أصول مدير الصندوق أو التي يتم استخدامها لإدارة أصول الصندوق .

10- المخاطر الرئيسية للاستثمار في الصندوق : وتكمن في :

أ- وضع ملخص بالمخاطر الرئيسية التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق ،بما في ذلك المخاطر التي قد تتعرض لها محفظة الاستثمار ،وأي ظرف يحتمل أن يؤثر سلبا على صافي قيمة أو عائد أو إجمالي مردود الاستثمار .

ب- وضع نص يفيد بتحمل مالكي الوحدات المسؤولية عن أي خسارة مالية قد تترتب على الاستثمار في الصندوق .

ت- وضع نص يفيد بان الاستثمار في الصندوق لا يعد إيداعا لدى أي بنك محلي يسوق أو يبيع الأوراق المالية أو تابع لصندوق الاستثمار.

11- الرسوم والمصاريف : الإفصاح عن جميع أنواع الرسوم والمصاريف سواء كانت مستحقة على مالك الوحدات أو من أصول الصندوق ، والإشارة إلى ملخص الإفصاح المالي لبيان مبالغ تلك الرسوم والمصاريف .

12- مصاريف التعامل : في حالة دفع مصاريف التعامل في الأوراق المالية (التي تشكل أصول صندوق الاستثمار) من أصول الصندوق ،ينبغي بيان ذلك في شروط وأحكام الصندوق .

13- التصفية وتعيين مصف : وصف الظروف التي يمكن فيها تصفية صندوق الاستثمار أو استبدال مدير الصندوق من قبل الهيئة ،والإجراء المطلوب إتباعه في التصفية وفي تعيين المصفي .

14- مجلس إدارة الصندوق : ويتضمن ما يلي :

أ- بيان أسماء أعضاء مجلس إدارة الصندوق ومؤهلاتهم والإفصاح عن الأعضاء المستقلين في مجلس إدارة الصندوق .

ب- وصف طبيعة الخدمات المطلوب تقديمها من أعضاء مجلس إدارة الصندوق ،ومدة عقد خدماتهم .

ت- حيثما ينطبق، بيان الصفة التي يعمل فيها أي من أعضاء مجلس إدارة الصندوق في أي صندوق استثمار آخر ، واسم هذا الصندوق الأخر .

15- مدير الصندوق : ويتضمن ما يلي :

أ- بيان اسم مدير الصندوق وعنوانه .

ب- أي نشاط عمل أو مصلحة أخرى مهمة لأعضاء مجلس إدارة مدير الصندوق – يحتمل تعارضها مع مصالح الصندوق .

ت- أي تضارب مصالح جوهري من طرف مدير الصندوق يحتمل ان يؤثر على تأدية التزاماته تجاه الصندوق .

ث- أي مهمة تتعلق بالصندوق قام مدير الصندوق بتكليف طرف آخر لتأديتها ، وتوضيح بيانات الطرف الآخر .

ج- تقديم إقرار يفيد بان مدير الصندوق هو شخص مرخص له بموجب لائحة الأشخاص المرخص لهم ،بما في ذلك رقم الترخيص الممنوح له من الهيئة .

16- أمين الحفظ : اسم أمين حفظ الصندوق وعنوانه .

17- مراجع الحسابات : اسم مراجع حسابات الصندوق وعنوانه .

18- القوائم المالية السنوية المراجعة : تقديم إقرار يفيد بتوفير القوائم المالية السنوية المراجعة للصندوق مجانا ، عند طلبها وتوضيح كيفية حصول مالكي الوحدات الحاليين والمحتملين على صور منها ، وبالنسبة للصندوق الجديد ،وضع اقرار يفيد بتوفر أول قائمة مالية مراجعة في نهاية السنة المالية للصندوق مع ذكر تاريخ نهاية تلك السنة .

19- خصائص الوحدات : تقديم وصف لمختلف فئات الوحدات ، اذا كان الصندوق يضم أكثر من فئة واحدة ،بما في ذلك اسم كل فئة والحقوق المترتبة على كل فئة إذا كانت مختلفة عن بعضها البعض .

20- معلومات أخرى : أي معلومة أخرى معروفة أو ينبغي أن يعرفها مدير الصندوق أو مجلس إدارة الصندوق بشكل معقول ، والتي قد يطلبها – بشكل معقول – مالكو الوحدات الحاليون والمحتملون ومستشاروهم المهنيون أو التي من المتوقع أن تتضمنها شروط وأحكام الصندوق والتي سيتم اتخاذ قرار الاستثمار بناءا عليها .

21- صناديق الاستثمار المطابقة للشريعة الإسلامية : إذا كان صندوق الاستثمار يعمل وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية ،يتم الإفصاح عن الآتي :

أ- أسماء أعضاء اللجنة الشرعية ومؤهلاتهم .

ب- مقابل استشاراتهم وطبيعة ومصدر أي أجر يتم دفعه لهم ، إن وجد .

ت- المعايير التي استخدمها أعضاء اللجنة الشرعية في إصدار الفتوى التي تجيز الاستثمار في الصندوق .

22- صناديق الاستثمار العالمية : يجب على أي صندوق استثمار أجازت له الهيئة العمل كصندوق عالمي بموجب المادة (41) من هذه اللائحة أن يفصح عن الآتي :

أ- المعايير التي استخدمها مدير الصندوق في اختيار صناديق الاستثمار الأجنبية التي سيتم فيها استثمار أصول الصندوق العالمي .

ب- جميع الاستثناءات التي وافقت عليها الهيئة بموجب المادة (41) من هذه اللائحة والتي تتطلب من الصناديق العالمية الاحتفاظ بجميع أصولها في الصناديق الأجنبية باستثناء الأصول النقدية .

23- الطرح الأولي : إذا وضع مدير الصندوق حدا ادني يجب جمعه من خلال مساهمات المستثمرين قبل بدء أعمال الصندوق ،يجب الإفصاح عن هذا المبلغ أو عن مبالغ الاشتراكات التي يتم استثمارها في صناديق أسواق النقد أو إيداعات البنوك حتى يتم تحقيق الحد الأدنى .

24- استثمار مدير الصندوق في الصندوق : الإفصاح عما إذا كان مدير الصندوق يستثمر أو لا يستثمر في وحدات صندوق الاستثمار، وإجمالي قيمة أي من هذه الاستثمارات في نهاية آخر سنة مالية .

25- إجراءات الاشتراك والاسترداد : وتتمثل فيما يلي :

أ- أيام التعامل التي سيتم فيها بيع وحدات صندوق الاستثمار واستردادها .

ب- الموعد النهائي لتقديم التعليمات الخاصة بشراء الوحدات واستردادها وذلك في أي يوم تعامل .

ت- أقصى فترة زمنية تفصل بين الاشتراك والاستثمار في الصندوق وأي قيود قابلة للتطبيق .

ث- إجراءات تقديم التعليمات الخاصة بشراء الوحدات أو استردادها .

ج- أقصى فترة زمنية تفصل بين الاسترداد ودفع عوائد الاسترداد لحامل الوحدات ،وأي قيد آخر .

ح- اقل عدد للوحدات أو قيمتها يجب أن يتملكها مالك الوحدات أو يبيعها أو يستردها

خ- أي صلاحية لمدير الصندوق والظروف التي يمكنه فيها تعليق الاشتراك أو الاسترداد أو تأجيل أي من ذلك أو رفضه .

26- تقويم أصول صندوق الاستثمار : وصف الآتي :

أ- طريقة تحديد قيمة أصول صندوق الاستثمار .

ب- عدد مرات التقويم وفي أي وقت من اليوم يتم التقويم .

ت- طريقة حساب أسعار الاشتراك والاسترداد وأي ظروف قد تتغير فيها طريقة التسعير .

ث- مكان نشر سعر الوحدات وعدد مرات هذا النشر .

27- رسوم الاسترداد المبكر : إذا كان مدير الصندوق ينوي فرض رسوم استرداد مبكر بموجب المادة (48) من هذه اللائحة على أي مالك وحدات يطلب استرداد الوحدات خلال (30) يوما من شرائها ،يجب الإفصاح عن الآتي :

أ- انه سيتم فرض هذه الرسوم وذكر قيمتها .

ب- ظروف فرض هذه الرسوم وأي ظروف يمكن فيها الإعفاء منها .

ت- أساس حساب قيمة هذه الرسوم ،بما في ذلك طريقة حصر الوحدات موضوع الاسترداد .

28- إنهاء الصندوق : الإجراءات التي سيتم بموجبها إنهاء الصندوق .

29- رفع التقارير لمالكي الوحدات : وصف التقارير الدورية التي سيتم تزويد مالكي الوحدات بها والقوائم المالية للصندوق ، وكيفية تقديم هذه التقارير والقوائم لها .

30- تضارب المصالح : بيان يفيد بأن الإجراءات التي ستتبع لمعالجة تضارب المصالح سيتم تقديمها عند طلبها .

31- سياسات حقوق التصويت : إعطاء بيانات تتعلق بالسياسات الخاصة بحقوق التصويت .

32- تعديل شروط وأحكام الصندوق : الإجراءات التي سيتم إتباعها في التبليغ عن التعديلات لشروط وأحكام الصندوق .

33- إجراءات الشكاوي : إفادة بأن الإجراءات الخاصة بمعالجة الشكاوي سيتم تقديمها عند طلبها .

34- النظام المطبق : إفادة بأن شروط وأحكام الصندوق تخضع لأنظمة المملكة العربية السعودية السارية المفعول .

35- الالتزام بلائحة صناديق الاستثمار : إفادة بأن شروط وأحكام الصندوق ووثائق الصندوق الأخرى موافقة لأحكام هذه اللائحة ،وأنها تحتوي على إفصاح كامل وصحيح بجميع الحقائق الجوهرية ذات العلاقة بصندوق الاستثمار.

36- ملخص الإفصاح المالي : وضع ملحق (يتم تحديثه سنويا على الأقل) يحتوي على المعلومات الآتية :

أ- الرسوم والمصاريف : وضع جدول يوضح جميع الرسوم والمصاريف سواء كانت مستحقة على مالك الوحدات أو من أصول الصندوق ،وينبغي أن تكون الرسوم والمصاريف المفصح عنها حقيقية وتم تحملها خلال أخر سنة.

ب- وضع جدول يوضح أتعاب ومصاريف التشغيل التي تم دفعها من أصول الصندوق كمبلغ نقدي بحيث تحتسب بضرب النسب الموضحة في الفقرة (1) أعلاه باستخدام افتراضي لمالكي الوحدات على أساس عملة صندوق الاستثمار .

ت- التأكد من الإفصاح بشكل واضح عن أساس حساب الرسوم وطريقة تحصيلها ووقت دفعها .

ث- إذا كان صندوق الاستثمار صندوقا قابضا ،ينبغي إدراج جدول ثان بالرسوم والمصاريف ،بحيث يوضح هذا الجدول إجمالي الرسوم التي حصلها الصندوق القابض والحد الأعلى للرسوم الأساسية لصناديق الاستثمار ،على افتراض مبلغ الحد الأعلى المسموح به بموجب المادة (43) من هذه اللائحة في الصندوق الأساسي ذي المصاريف الأعلى من المبلغ المتبقي المسموح به والمستثمر في الصندوق الذي يحتل المرتبة الثانية من ناحية ارتفاع المصاريف وهكذا ،وعلى سبيل المثال ،في حال استثمار صندوق قابض في ثلاثة صناديق ،الصندوق (أ) تبلغ نسبة مصاريفه 1.5 %،والصندوق (ب) وتبلغ نسبة مصاريفه 1.25%،والصندوق (ج) تبلغ مصاريفه 01%،يتم احتساب الرسوم بافتراض استثمار نسبة 50% من الأموال في الصندوق (أ) و45% في الصندوق(ب) و05% في الصندوق (ج) .

ج- مصاريف التعامل : في حال تحمل الصندوق مصاريف تعامل معروفة خلال آخر سنة مالية ،يتم الإفصاح عن قيمة تلك المصاريف كنسبة مئوية من متوسط صافي الأصول خلال تلك السنة .

ح- الأداء السابق : وضع جدول يوضح العائد الكلي للفترات الآتية : سنة ، وثلاث ، وخمس ،وعشر سنوات ، ورسم بياني يوضح العائد الكلي لكل سنة من السنوات العشر الماضية ،ويجب احتساب العائد الكلي وتوضيحه على أساس مبلغ صاف بعد استقطاع جميع الرسوم والمصاريف الفعلية ،وينبغي مقارنته بإيرادات مؤشر مناسب للفترات الموضحة ،ويجب توضيح – وبشكل مختصر- تذبذب إيرادات الاستثمار في الصندوق (بجانب الرسم البياني والجدول) مع النص وبشكل واضح على الآتي :

- إن الأداء السابق لصندوق الاستثمار أو الأداء السابق للمؤشر لا يدل على ما سيكون عليه أداء الصندوق مستقبلا.
- أن الصندوق لا يضمن لمالكي الوحدات و أن أداء الصندوق (أو أداءه مقارنة بالمؤشر) سيتكرر أو يكون مماثلا للأداء السابق .

خ- مكافأة أعضاء مجلس إدارة الصندوق : بيان إجمالي المكافأة المدفوعة لأعضاء مجلس الإدارة خلال آخر سنة من خدمتهم في مجلس الإدارة (ولا يشمل ذلك مكافأة موظفي مدير الصندوق) . وإذا كان الصندوق جديدا ينبغي أن تكون مكافأة مجلس الإدارة المفصح عنها في شروط وأحكام الصندوق هي المتوقعة للسنة القادمة .

د- الترتيبات المالية للصندوق الأجنبي : الإفصاح عما إذا كان مدير الصندوق العالمي أو أي تابع قد حصل على تعويض من أي شخص فيما يتعلق بالاستثمارات في الصندوق الأجنبي .

ذ- رسوم الاسترداد المبكر : مبالغ أي رسوم استرداد مبكر.[1]

نموذج طلب الاشتراك والاسترداد .

اسم الصندوق	
اسم مدير الصندوق	اسم وعنوان مدير الصندوق

المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملحق رقم (01) .

[1] عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة ، مرجع سبق ذكره، ص115- ص126.

المطلب الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية المعتمدة في بورصة السعودية

تبلغ حصة ماليزيا (22%) بواقع 194 صندوق وتمثل المرتبة الأولى في ملكيتها لتلك الصناديق ،كما تحتل السعودية المرتبة الثانية بنسبة (18%) بواقع 200 صندوق سنة 2012 تمثل (67%) من مجموع الصناديق الاستثمارية المسجلة بالمملكة، ثم تلتتها الكويت بالمرتبة الثالثة بنسبة (10%) فالبحرين بنسبة (6%) .

وفيما يلي عرض لنماذج عملية لصناديق استثمار إسلامية تعمل في السوق المالية للمملكة العربية السعودية باعتبارها السوق الأكبر من حيث عدد صناديق استثمار إسلامية :

الفرع الأول : صناديق شركة التوفيق : تعتبر شركتا التوفيق للصناديق الاستثمارية والأمين للأوراق المالية والصناديق الاستثمارية وهما أحدا مجموعة دلة البركة المملوكة للشيخ صالح كامل، من أولى الشركات المؤسسة لصناديق استثمار إسلامية فقد تم إنشاؤها سنة 1987 برأس مال 02 بليون دولار أمريكي .

وقد أنشأت شركة التوفيق عدة صناديق استثمار إسلامية يأتي على رأسها صندوق التوفيق للأسهم الإسلامية وبيانته كالتالي :

اسم الصندوق : صندوق التوفيق للاتصالات العربية .

الاسم المختصر : AATELF.

هدف الصندوق : يهدف الصندوق إلى تحقيق نمو رأسمالي طويل الأجل مع التقيد بأحكام الشريعة الإسلامية من خلال الاستثمار بشكل فعال في أسهم مدرجة وغير مدرجة في أسواق الأسهم وأوراق مالية ذات علاقة بشركات الاتصالات وشركات البنية الأساسية المؤسسة والعاملة في الشرق الأوسط وإفريقيا وفقا للتوجهات الشرعية.

نوعه : صندوق مفتوح .

المدير: التوفيق المالية .

البلد : المملكة العربية السعودية .

تاريخ التأسيس : 2005/04/26.

العملة: دولار أمريكي.

رأس المال: 100 مليون دولار .

سعر الوحدة : 100 دولار بحد ادني 15 ألف دولار للأفراد و100 ألف دولار للشركات .

الفرع الثاني : صناديق الراجحي :

اسم الصندوق : صندوق الراجحي لاسم البتروكيمياويات والاسمنت .

الاسم المختصر : Petro cement Rajhi.

مدير الصندوق : الراجحي المالية ،مصرف الراجحي .

تاريخ التأسيس : 2007/12/02.

فئة الصندوق : الأسهم .

بلد الصندوق : المملكة العربية السعودية .

نوع الصندوق : مفتوح .

هدف الصندوق : توفير فرص استثمارية ملائمة للمستثمرين من الأفراد والشركات الذين يهدفون إلى تنمية رؤوس أموالهم من خلال الاستثمار طويل الأجل في أسهم شركات قطاعي البتروكيماويات والاسمنت المدرجة في سوق الأسهم السعودية (تداول).

سياسة الصندوق : يعمل الصندوق بشكل رئيسي في قطاعي البتروكيماويات والاسمنت في سوق الأسهم السعودي ويستثمر بالشركات الملتزمة في تعاملاتها بأحكام الشريعة الإسلامية وقد يستثمر الصندوق في قطاعات أخرى بنسبة لا تتجاوز 15%كحد أقصى من القيمة الصافية .

الفرع الثالث : صناديق الأهلي :

اسم الصندوق : صندوق الأهلي لأسهم الشركات السعودية المتوسطة .

مدير الصندوق : الأهلي كابيتال، الأهلية المالية .

تاريخ الإنشاء : 2008/08/05 .

بلد الصندوق : المملكة العربية السعودية .

فئة الصندوق : الأسهم المحلية .

الاكتتاب : للمواطنين والأجانب .

نوع الصندوق : مفتوح ومتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية .

هدف الصندوق : يستثمر الصندوق بشكل أساسي في الشركات السعودية ذات القيمة السوقية التي تتراوح من 50,3 مليار ريال وهي الشركات متوسطة الحجم ويهدف إلى تحقيق الارتفاع في رأس المال على المدى الطويل .

الفرع الرابع : صندوق جدوي :

اسم الصندوق : صندوق جدوي لمؤشر الأسهم السعودية .
مدير الصندوق : جدوي للاستثمار.
الاسم المختصر : SaudiIndex.
العملة : الريال السعودي .
فئة الصندوق : الأسهم المحلية .
تاريخ التأسيس : 2008/06/29 .
الحد الأدنى للاشتراك : 50.000 ريال سعودي ، سعر الوحدة 100 ريال .
هدف الصندوق : تنمية رأس المال على المدى الطويل من خلال الاستثمار في الأسهم الخليجية بنسب مماثلة لأوزان الشركات المكونة لمؤشر ا ساند بي المركب للأسهم السعودية المتوافقة مع أحكام الشريعة .

يعتمد هذا الصندوق على مؤشر الأسهم السعودية ويتبع إستراتيجية غير نشطة من خلال تتبع أداء مؤشر ستاندرد اند بورز للأسهم السعودية المتوافقة مع الضوابط الشرعية ويسعى الصندوق إلى تحقيق أداء المؤشر الإرشادي من خلال الاستثمار في لأسهم المدرجة بالمؤشر ومن خلال الاحتفاظ بكل سهم بنفس نسبته وقيمة السهم في المؤشر .[1]

[1] أماراباك ،مجلة علمية محكمة تصدر عن الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا **www.amarabac.com** ،المجلد الخامس ،العدد الثالث عشر ،2014 ،ص ص104 - 106.

المبحث الثالث : صندوق الراجحي للاستثمار الإسلامي في بورصة السعودية

يعتبر بنك الراجحي من أكبر البنوك الإسلامية الرائدة في المملكة العربية السعودية ومن أنجحها حيث أنه يتمتع بخبرة تمتد لأكثر من50عاما في مجال الأعمال المصرفية، ولدية شبكة واسعة تضم أكثر من 500 فرعا وكذا مجموعة شركات تابعة له من بينها شركة الراجحي المالية التي تحتوى بدورها على مجموعة صناديق استثمارية ينشط كل واحد منها في مجال معين من الاقتصاد، ولبيان دور صناديق الاستثمار الإسلامية بشركة الراجحي في تفعيل وتنشيط أداء بنك الراجحي نتطرق إلى ما يلي:

المطلب الأول: التعريف ببنك و شركة الراجحي

يمكن حصر أهم عناصر التعريف بكل من بنك الراجحي وشركة الراجحي المالية، في نشأة و طريقة عمل كل منهما، وهذا ما سيتم توضيحه من خلال ما يلي:

الفرع الأول : نبذة عن بنك الراجحي

للتعرف على بنك الرجحي سيتم عرض نشأته و طبيعة عمله وفقا لما يلي:[1] بدأ مصرف الراجحي، نشاطه عام 1957م، حيث يعتبر أحد أكبر البنوك الإسلامية في العالم. ويتمتع بنك الراجحي بخبرة تمتد لأكثر من 58عاما في مجال الأعمال المصرفية والأنشطة التجارية. وتم افتتاح أول فرع لبنك للرجال في حي الديرة في الرياض عام 1957 م، بينما افتتح أول فرع للسيدات عام 1979م في حي الشميسي. وقد شهد العام 1978م، دمج مختلف المؤسسات التي تحمل أسم الراجحي تحت مظلة واحدة في شركة الراجحي المصرفية للتجارة وفي عام 1988 تم تحويل البنك إلى شركة مساهمة سعودية عامة. وبما أن البنك يرتكز إلى مبادئ المصرفية الإسلامية بشكل أساسي، فهو يلعب دورا رئيسيا وأساسيا في سد الفجوة بين متطلبات المصرفية الحديثة والقيم الجوهرية للشريعة الإسلامية مشكلا معايير صناعية وتنموية يحتذى بها. و يقع بنك الراجحي في مدينة الرياض بالمملكة العربية السعودية كما يتمتع بنك الراجحي بمركز مالي قوي فهو

[1]- المصدر الموقع الرسمي لبنك الراجحي **www.alajhi bank.com**.تاريخ الاطلاع : 2018/01/17 .

يدير أصولا بقيمة 315.6مليار ريال سعودي (80 مليار دولار أمريكي)، ويبلغ رأس ماله 16.25 مليار ريال)، ويعمل فيه أكثر من 9600 موظفا. ولديه شبكة واسعة تضم أكثر من 500 فرعا وأكثر من 4100 جهاز صراف آلي و46000 أجهزة نقاط البيع، و 170 مراكز للحوالات المالية، كما أن لديه أكبر قاعدة عملاء بين المصارف السعودية.

الفرع الثاني: نبذة عن شركة الراجحي المالية

سيتم عرض نشأة وطبيعة شركة الراجحي المالية وفقا لما يلي:[1]

تأسست شركة الراجحي المالية في عام 2008 م، لتحظى بموقع قيادي في مجال الخدمات المالية، وذلك من خلال تقديمها مجموعة من المنتجات والخدمات المالية المتنوعة والمبتكرة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية .وبصفتها شركة استثمارية تابعة لبنك الراجحي، والذي يعد من أكبر البنوك الإسلامية في العالم ،ويقع المقر الرئيسي لشركة الراجحي المالية في الرياض، حيث أنها تمثل شركة سعودية ذات مسؤولية محدودة يبلغ رأسمالها المدفوع 500 مليون ريال سعودي، وهي تخضع تنظيميا لهيئة السوق المالية بالمملكة العربية السعودية، وتقدم خدمات إدارة الأصول والوساطة المالية و المصرفية الاستثمارية، تحت النشاطات المرخصة لها هيئة السوق المالية وتشمل التعامل بصفة أصيل ووكيل وضامن اكتتاب، إدارة الصناديق الاستثمارية والمحافظ (الخاصة) بالإضافة إلى نشاطات الترتيب وتقديم المشورة والحفظ في الأوراق المالية.

المطلب الثاني: تحليل أداء صناديق الاستثمار الإسلامية لشركة الراجحي وأهدافها

تحتوي شركة الراجحي المالية على عدة محافظ متنوعة من الصناديق الاستثمارية، تديرها باحترافية بواسطة مدراء الصناديق الخبراء والمختصين بالاستثمار في جميع أنحاء المملكة السعودية، وتسعى الشركة إلى أن تبقى رائدة ومحافظة على قوتها ولذلك تسعى إلى تقديم حلول متكاملة وفعالة للمستثمرين، إذ توفر لعملائها نطاقا من المنتجات

[1] -الموقع الرسمي لشركة الراجحي المالية **www.alrajhi capital.com** تاريخ الاطلاع : 2018/03/01.

والخدمات المتنوعة المبتكرة، ويتحقق هذا بالتنويع في محافظ الصناديق الاستثمارية، حيث كل محفظة تسعى إلى تحقيق مجموعة من الأهداف في جميع صناديقها.

الفرع الأول: تقديم صناديق الاستثمار الإسلامية بشركة الراجحي

تعتبر شركة الراجحي واحدة من أكبر خمسة مدراء للأصول في المملكة العربية السعودية، حيث تقوم بإدارة الصناديق الاستثمارية سواءا كانت عالمية أو إقليمية ومحلية على المستوى الدولي أو المحلي لذلك سيتم التعرف على هذه الصناديق وفقا لما يلي:

أولا: صناديق الأسهم المحلية والإقليمية

هي عبارة عن صناديق استثمارية مشتركة مفتوحة ذات مخاطرة عالية وتنقسم إلى:

1- صندوق الراجحي للأسهم السعودية

هو عبارة عن صندوق استثماري مشترك مفتوح عالي المخاطرة، باشر نشاطه 05/08/1992 يستثمر بشكل رئيسي في أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية تداول الاستغلال فرص النمو المتوقعة والمتاحة في الاقتصاد السعودي وتحقيق نمو طويل الأجل في رأس المال، وذلك بانتقاد الشركات التي تتمتع بمزايا تنافسية متميزة وتتحلي بمستويات رفيعة من جوانب القوة المالية بالاعتماد على مجموعة من المعايير التي يمكن أن تشمل ربحية السهم، قيمة الأصول، التدفقات النقدية، مكررا الربحية لقيمة الدفترية. [1]

2- صندوق الراجحي للأسهم الخليجية

هو عبارة عن صندوق استثماري مشترك مفتوح عالي المخاطرة، باشر نشاطه في 2005/10/06وتم تحديثه في 23أوت 2015 يستثمر الصندوق بشكل رئيسي في أسهم الشركات المدرجة في الأسواق الأسهم لدول مجلس التعاون الخليجية لاستغلال فرص النمو المتوقعة والمتاحة في الاقتصاد الخليجي وتحقيق نمو طويل الأجل في رأس المال. [1]

[1]- نشرة المعلومات المصدرة سنة 2015، صندوق الراجحي للأسهم السعودية، ص :06.

3- صندوق الراجحي للأسهم البتروكيماويات والأسمنت

هو عبارة عن صندوق استثماري مشترك مفتوح عالي المخاطرة، باشر نشاطه في نوفمبر 2007 يستثمر الصندوق بشكل أساسي في قطاعي البتروكيماويات والأسمنت في سوق الأسهم السعودي، يستخدم الصندوق مؤشر إرشادي خاص على أساس القيمة السوقية، ويتكون المؤشر من جميع شركات البتروكيماويات والأسمنت المتوافقة مع المعايير الشرعية ويتم دوريا مراجعة شركات المحفظة واستبعاد الشركات التي لا تطبق عليها تلك المعايير.[1]

4- صندوق الراجحي لتنمية رأس المال وتوزيع الأرباح (أسهم منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا)

باشر الصندوق عمله في نوفمبر 2010 وتم تحديثه في 23 أوت 2015 يستثمر أصوله في البيوع الآجلة بالبضائع وأسهم الشركات المدرجة في أسواق الأسهم الخليجية وأسهم منطقة الشرق الأوسط شمال إفريقيا والمتوافقة مع الضوابط الشرعية المقررة من الهيئة الشرعية الخاصة بمدير الصندوق.

يتم تحديد الشركات من خلال الأسهم ذات العوائد العالية التي تبدي نشاط قويا وقدرة تنافسية ونسبة جيدة من نمو حجم المبيعات وأرباح الأسهم وتباع هذه الأسهم عندما تتوقف عن استيفاء هذه المعايير أو عندما تفقد تفوقها من حيث تحقيق العوائد أو عندما تقيم بأعلى من قيمتها الحقيقية.[2]

5- صندوق الراجحي للطروحات الأولية

بدأ الصندوق نشاطه في 13 سبتمبر 2015 حيث يحقق أهدافه ووظائفه الاستثمارية عن طريق المشاركة والاستثمار حتى 100% من صافي أصوله في الطروحات الأولية،

---

[1]-نشرة المعلومات المصدرة سنة 2015، صندوق الراجحي للأسهم البتروكيماويات والأسمنت، ص:07.

[2]-نشرة المعلومات المصدرة سنة 2015الصندوق الرجحي لتنمية رأس المال وتوزيع الأرباح، ص :06.

وحقوق الأولوية و الطروحات المتبقية للشركات المدرجة في السوق الأسهم السعودية في السوق المالية السعودية (تداول) والمتوافقة مع ضوابط الهيئة الشرعية للصندوق.[1]

6 - صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل

بدأ الصندوق نشاطه في 26 جانفي 2016، يحقق الصندوق أهدافه الاستثمارية عن طريق الاستثمار بشكل رئيسي في أسهم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي وقد يشمل ذلك أي طروحات أولية أو حقوق الأولوية، ويمكن الاستثمار في أي من الأسواق العربية الأخرى في حالة توفر فرصة الاستثمارية.[2]

ثانيا: صناديق الأسهم العالمية

وتحتوي هذه المجموعة على صندوق واحد يطلق عليه صندوق الراجحي للأسهم العالمية وهو صندوق مفتوح مشترك عالي المخاطرة.

1- صندوق الراجحي للأسهم العالمية

بدأ الصندوق نشاطه في 27 جوان 1996 يستثمر الصندوق بشكل رئيسي في أسهم الشركات المدرجة في أسواق الأسهم الرئيسية في مختلف بلدان العالم والمتوفرة بتقييمات جذابة مع احتمال تحقيق نمو طويل الآجل في رأس المال ويتم تخصيص الأسهم على جميع الاقتصاديات العالمية من خلال توزيعها على جميع القطاعات الرئيسية الملتزمة بالأحكام الشرعية �دف التقليل من مخاطر التذبذب في الأسعار والأسهم المختارة تعود قدر الإمكان لشركات يحتمل أن تحقق نمو أعلى من المعدل المتوقع للقطاع وتتمتع بمزايا تنافسية متميزة وتتحلى بمستويات رفيعة من جوانب القوة المالية، بالاعتماد على مجموعة من المعايير التي يمكن أن تشمل ربحية السهم، قيمة الأصول، التدفقات النقدية، مكرر الربحية القيمة الدفترية.[3]

[1]-نشرة المعلومات المصدرة سنة2015 ، الصندوق الرجحي للطروحات الأولية، ص: 08.

[2]- نشرة المعلومات المصدرة سنة2015 الصندوق الرجحي للأمم السعودية مدخل، ص: 08.

[3]- نشرة المعلومات المصدرة سنة،2015 لصندوق الراجحي للأسهم العالمية، ص: 06.

ثالثا: صناديق الصكوك

تحتوي هذه المجموعة على صندوق واحد مفتوح ومشترك ذو مخاطرة متوسطة.

1- صندوق الراجحي للصكوك

بدأ الصندوق نشاطه في2014/09/14 يستثمر الصندوق بشكل أساسي في الصكوك السيادية وشبه سيادية وصكوك الشركات سواء المحلية أو العالمية ويستثمر الصندوق أيضا في بعض الأصول الأخرى المحققة للدخل في حدود مستوى مخاطر الصندوق التي تتكون من المرابحة بالبضائع، صناديق المضاربة بالبضائع وغيرها وذلك نظرا لمحدودية المجالات التي يمكن الاستثمار فيها لأنه يستثمر في الصكوك المصدرة في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي.[1]

رابعا: صناديق المضاربة بالبضائع

صناديق المضاربة بالبضائع هي صناديق مفتوحة مشتركة ذات مخاطرة منخفضة، تنقسم إلى نوعين:

1- صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع ريال سعودي :

بدأ هذا الصندوق نشاطه في 11 جوان 2000 يستثمر أصوله من خلال صفقات تجارية تتم في البضائع بطريقة موافقة للمعايير الشرعية بأسلوب المضاربة الشرعية والصفقة التي تعقد شراء مجموعة متنوعة من السلع التي تضم بضائع ومواد خام باستثناء الذهب والفضة يقصد منها إعادة البيع بسعر أعلى على أساس الدفع المؤجل على مدد قصيرة ومتوسطة حسب الحاجة، كما يستثمر أصوله في صفقات تجارية منخفضة المخاطرة مع أطراف حسنة السمعة وذات ملاءة من الناحية المالية، حيث أنها تقيم بالريال السعودي.[2]

[1]- نشرة المعلومات المصدرة سنة،2015 لصندوق الراجحي للصكوك، ص: 08.

[2] الصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالريال السعودي،2014 ص: 07.

2- صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع الدولار الأمريكي :

بدأ هذا الصندوق نشاطه في 14 ديسمبر1990 يعمل بنفس طريقة صندوق الراجحي لمضاربة بالبضائع ريال السعودي إلا أنه يقيم بالدولار الأمريكي.[1]

خامسا: الصناديق متعدد الأصول

الصناديق متعددة الأصول هي صناديق مفتوحة مشتركة ذات مخاطرة منخفضة تنقسم إلى:

1- صندوق الراجحي المتوازن متعدد الأصول :

باشر هذا الصندوق نشاطه في 08 نوفمبر 1998 يستثمر الصندوق بشكل رئيسي في صناديق الراجحي ذات الطرح العام المرخصة من هيئة السوق المالية والصناديق التي يتم الاستثمار فيها هي من النوع الذي تتوفر فيه إمكانية نمو رأس المال على المدى البعيد، ويركز على الحد من تذبذب العوائد خلال تخصيص مرن للأصول يهدف إلى تخفيض أو زيادة الاستثمار في صناديق الأسهم بالاستناد لاستطلاعات السوق المستقبلية، ففي ظروف السوق التي تسودها التفاؤل بصعود الأسعار يتم تخصيص مزيد من الأصول للمشاركة في صناديق الأسهم ذات الطرح العام المرخصة من هيئة السوق المالية، أما في ظروف السوق الذي تسوده توقعات هبوط الأسعار فيتم تخصيص نسبة أقل من أصول الصندوق للمشاركة في صناديق الأسهم ذات الطرح العام المرخصة من هيئة السوق المالية.[2]

2- صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول :

باشر الصندوق نشاطه في 28 نوفمبر 1998 يستثمر الصندوق بشكل رئيسي في صناديق الراجحي ذات الطابع العام المرخصة من هيئة السوق المالية والصناديق التي يتم الاستثمار فيها هي من النوع الذي تتوفر فيه إمكانية نمو رأس المال على المدى

---

[1] الصندوق الراجحي للمضاربة بالدولار الأمريكي 2014، ص: 06.

[2]- نشرة المعلومات المصدرة سنة 2014 الصندوق الراجحي المتوازن المتعدد الأصول، ص: 06.

البعيد، ويركز هذا الصندوق على الحد من تذبذب العوائد من خلال تخصيص مرن للأصول يهدف إلى تخفيض أو زيادة الاستثمار في صناديق الأسهم ذات الطرح العام. [1]

3- صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول :

بدأ نشاطه في 02 جويلية 2011 يستثمر الصندوق في مجموعة من الصناديق ذات الطرح العام المرخصة من هيئة السوق المالية والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي تقدمها شركة الراجحي المالية بإتباع إستراتيجية استثمارية نشطة من خلال تخصيص الأصول في مجموعة مختارة من الصناديق التي تضمن التوزيع الأمثل للاستثمار والتي تحقق أقصى العوائد الممكنة بالحد الأدنى من المخاطر لأنه صندوق منخفض المخاطر يستثمر بنسبة عالية من أصوله في صناديق منخفضة المخاطر لصناديق المضاربة بالبضائع.

ملاحظة: توجد مجموعة أخرى من الصناديق تعتبر صناديق محمية لا تدرج معلوماتها.

الفرع الثاني: أهداف صناديق الاستثمار بشركة الراجحي المالية .

تسعى شركة الراجحي إلى تحقيق جملة من الأهداف في جميع المحافظ التي تشمل الصناديق المدارة باحترافية وذات استثمارات رفيعة المستوى والحاصلة على الجوائز والمطابقة للشريعة الإسلامية وذلك كما يلي:

أولا: صناديق الأسهم المحلية والإقليمية .

وتنقسم صناديق الأسهم المحلية والإقليمية إلى ستة صناديق تسعى إلى تحقيق الأهداف المرجوة على المستوى المحلي والإقليمي وتتمثل فيما يلي: [2]

1- **أهداف صندوق الراجحي للأسهم السعودية**

يهدف الصندوق إلى تحقيق ما يلي :[3]

[1]- نشرة المعلومات المصدرة 2014الصندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول، ص06

[2]- نشرة المعلومات المصدرة سنة 2014 الصندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول، ص06.

[3]- نشرة والمعلومات الصادر 2014 الصندوق الراجحي للأمم السعودي، ص:07.

- تحقيق نمو طويل الأجل لرأس المال وفق أحكام الشريعة الإسلامية من خلال الاستثمار في أسهم متوافقة مع المعايير الشرعية المقرة من قبل الهيئة الشرعية لدى شركة الراجحي المالية تختار شكل رئيسي من بين الأسهم في سوق الأسهم السعودي.

- يسعى الصندوق لتحقيق نمو مقارب للمؤشر الإرشادي ويمكن للمستمر متابعة أداء المؤشر الإرشادي.

2- أهداف صندوق الراجحي للأسهم الخليجية

يهدف الصندوق إلى تحقيق ما يلي:[1]

- نمو طويل الأجل لرأس المال وفق أحكام والشريعة الإسلامية من خلال الاستثمار في أسهم متوافقة مع المعايير الشرعية المقرة من قبل الهيئة الشرعية لدى الراجحي المالية تختار بشكل رئيسي من بين الأسهم المدرجة في الأسواق الخليجية.

- يسعى الصندوق للتحقيق نمو مقارب للمؤشر الإرشادي (ستاندور أند بورز للأسهم الخليجية) ويمكن للمستثمر متابعة أداء المؤشر الإرشادي من خلال زيارة الموقع الإلكتروني لمدير الصندوق.

3- أهداف صندوق الراجحي للأسهم البيتروكمياويات والأسمنت

يهدف الصندوق إلى تحقيق ما يلي:[2]

- زيادة رأس المال على المدى الطويل من خلال الاستثمار في أسهم شركات قطاعي البتروكمياويات والإسمنت في سوق الأسهم السعودية وفق المتطلبات الشرعية.

4- أهداف صندوق الراجحي لتنمية رأس المال وتوزيع الأرباح (أسهم منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا)

يهدف الصندوق إلى تحقيق ما يلي:[3]

[1]-نشرة المعلومات الصادرة 2014 الصندوق الراجحي للأمم الخليجية، ص: 06.
[2] نشرة المعلومات الصادر 2014 الصندوق الراجحي للأمم البتروكيماويات والأسمنت، ص :06.
[3]نشرةالمعلومات الصادرة 2014 الصندوق الراجحي للأمم لتنمية رأس المال وتوزيع الأرباح، ص: 06.

- الصندوق مفتوح ويهدف إلى تحقيق عوائد إجمالية من خلال دمج الدخل الحالي مع مكاسب تنمية رأس المال وزيادة قيمة الأصول.

- يسعى مدير الصندوق إلى تحقيق أداء المؤشر وذلك من خلال الاستثمار في أسهم شركات ملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية من بين الشركات المدرجة في الأسواق الخليجية بشكل رئيسي وأسواق منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بشكل ثانوي مع التركيز بوجه خاص على أسهم الشركات التي توزع الأرباح وسيقوم الصندوق بتوزيع الأرباح على المستثمرين على فترات نصف سنوية.

5- أهداف صندوق الراجحي للأطروحات الأولية

يهدف الصندوق إلى تحقيق ما يلي:[1]

- تنمية رأس المال في المدى المتوسط إلى الطويل من خلال المشاركة والاستثمار بشكل رئيسي في الطروحات الأولية في سوق الأسهم السعودية.

- تحقيق أداء يفوق معدل أداء المؤشر الإرشادي للصندوق.

6- أهداف صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل

يهدف الصندوق إلى تحقيق ما يلي:[2]

- توزيع الدخل والنمو على المدى الطويل من خلال الاستثمار في الأسهم السعودية المتوافقة مع ضوابط الهيئة الشرعية.

ثانيا: أهداف صندوق الأسهم العالمية

يهدف الصندوق إلى تحقيق ما يلي:[3]

- تحقيق توازن بين المحافظة على رأس المال وتنمية رأس المال من خلال توزيع أصول الصندوق على صناديق المضاربة الشرعية بالبضائع وصناديق الأسهم وصناديق الصكوك ذات الطرح العام المرخصة من هيئة السوق المالية وتحقيق تنمية طويلة الأجل

---

[1]- نشرة المعلومات الصادرة سنة 2014 لصندوق الراجحي للطروحات الأولية، ص: 07.

[2] نشرة المعلومات الصادرة سنة 2014 لصندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل، ص: 07.

[3] نشرة المعلومات الصادرة سنة 2014 لصندوق الراجحي للأسهم العالمية، ص: 06.

لرأس المال من خلال الاستثمار في مجموعة مختارة من صناديق الراجحي للأسهم والمضاربة الشرعية في البضائع والصكوك الملتزمة بأحكام الشريعة.

كذلك يسعى الصندوق لتحقيق معدل نمو يكون مقاربا نسبيا للمعدات التي تحققها المؤشرات الإرشادية القياسية.

ثالثا: أهداف صناديق الصكوك

ويضم صندوق واحد وهو صندوق الراجحي للصكوك ويهدف الصندوق للتحقيق نمو رأس المال والدخل على المدى المتوسط إلى الطويل للاستثمار في الأدوات الاستثمارية المتوافقة مع الضوابط الشرعية المعتمدة لدى الراجحي المالية، ويكون الصندوق موجها لتحقيق النمو وعليه فإن التدخل وأي زيادة يحققها الصندوق في رأس المال تضاف إلى المحفظة ويتم إعادة استثمارها لتحقيق عائد أفضل للصندوق.[1]

رابعا: أهداف صناديق المضاربة بالبضائع

وتضم صندوقين يهدف كل منهما إلى تحقيق ما يلي:[2]

1- أهداف صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالريال سعودي

الغرض من الاستثمار في هذا الصندوق هو تحقيق زيادة في رأس المال والسيولة عن طريق توظيف الأصول في عمليات متاجرة منخفضة المخاطرة لتحقيق نمو مستمر في رأس المال من خلال توفير قدر معقول من العائد والسيولة المتحققة في استثمارات تجارية قصيرة الأجل تقيم بالريال السعودي وتنفذ وفق المعايير الشرعية المقرة من الهيئة الشرعية لراجحي المالية كما يسعى الصندوق لتحقيق نمو مقارب للمؤشر الإرشادي الآتي (سعر الفائدة على القروض بمصارف السعودية بالريال ،3 شهور (saibor3months) ويمكن للمستثمر متابعة أداء المؤشر الإرشادي من خلال زيارة الموقع الإلكتروني لمدير الصندوق.[3]

[1]- نشرة المعلومات الصادرة في سنة 2014 الصندوق الراجحي للصكوك، ص: 07.

[2]- نشرة المعلومات الصادرة في سنة 2014 الصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالريال السعودي، ص:06.

[3]- نشرة المعلومات الصادرة في سنة 2014 الصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع ريال سعودي، ص: 06.

2- أهداف صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع - دولار أمريكي

الغرض من الاستثمار في هذا الصندوق هو تحقيق زيادة في رأس المال والسيولة عن طريق توظيف الأصول في عمليات متاجرة منخفضة المخاطر لتحقيق نمو مستمر في رأس المال من خلال توفير قدر معقول من العائد والسيولة المتحققة من استثمارات تجارية قصيرة الأجل بالدولار الأمريكي وتنفذ وفق المعايير الشرعية المقرة من الهيئة الشرعية، كما يسعى الصندوق لتحقيق نمو مقارب للمؤشر الإرشادي الآتي: (سعر الفائدة على القروض بمصارف لندن بالدولار 3 شهور). [1]

خامسا: أهداف الصناديق متعددة الأصول

وتنقسم الصناديق المتعددة الأصول إلى ثلاثة صناديق تسعى كل منها إلى تحقيق مجموعة من الأهداف.

1- أهداف صندوق الراجحي المتوازن متعدد الأصول

يهدف الاستثمار في هذا الصندوق إلى تحقيق توازن بين المحافظة على رأس المال وتنمية رأس المال عن طريق توزيع الأصول في صناديق المتاجرة بالبضائع وصناديق الاستثمار في الأسهم وصناديق الصكوك ذات الطرح العام المختصة في هيئة السوق المالية، ولتحقيق نمو طويل الأجل لرأس المال وفق أحكام الشريعة الإسلامية من خلال الاستثمار في مجموعة من صناديق الراجحي للأسهم و البضائع والصكوك ذات الطرح العام المرخصة من هيئة السوق المالية. [2]

2- أهداف صندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول

يهدف الاستثمار في هذا الصندوق إلى تحقيق توازن بين المحافظة على رأس المال وتنمية رأس المال عن طريق توزيع الأصول في صناديق المتاجرة بالبضائع وصناديق الاستثمار في الأسهم وصناديق الصكوك ذات الطرح العام المرخصة من هيئة السوق المالية، ولتحقيق نمو طويل الأجل لرأس المال وفق أحكام الشريعة الإسلامية من

---

[1]- نشرة المعلومات الصادرة في سنة 2014 الصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع دولار أمريكي، ص: 06.

[2]- نشرة المعلومات المصدرة سنة 2014 الصندوق الراجحي المتوازن المتعدد الأصول، ص: 06.

خلال الاستثمار في مجموعة مختارة من صناديق الراجحي للأسهم والبضائع والصكوك ذات الطرح العام المرخصة من هيئة السوق المالية، كما يسعى الصندوق لتحقيق أفضل العوائد من خلال إدارة نشطة تطبق أساليب الاستثمار الملائمة بهدف تحقيق أقصى العوائد الممكنة بالحد الأدنى من المخاطر[1]، من خلال إتباع الأساليب الآتية: [2]

- جميع المكاسب المالية المتحققة من المراكز التي يتخذها الصندوق يعاد استثمارها في الصندوق بنفس الطريقة ويتم في الوقت ذاته قياس الأداء باستخدام المؤشر الإرشادي الملائم.

- سيتم توفير السيولة النقدية اللازمة للمستثمرين من خلال آليات الصندوق.

- الصندوق لا يقوم بالحصول على تمويل لتعزيز استثماراته، و إنما يكتفي باستثمار أصوله فقط.

3- أهداف صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول يسعى الصندوق إلى تحقيق ما يلي:[3]

- تحقيق نمو طويل الأجل لرأس المال وفق أحكام الشريعة الإسلامية من خلال الاستثمار في أسهم متوافقة مع المعايير الشرعية المقرة من قبل الهيئة الشرعية لدى الراجحي المالية تختار بشكل رئيسي من بين الأسهم المدرجة في الأسواق العالمية.

- تحقيق نمو مقارب للمؤشر الإرشادي (مؤشر داوجونز لأسواق الأسهم الإسلامية) ويمكن للمستثمر متابعة أداء المؤثر الإرشادي من خلال زيارة الموقع الالكتروني لمدير الصندوق.

---

[1]- نشرة المصدرة سنة 2014 الصندوق الراجحي للنمو المتعدد الأصول، ص: 06.

[2]- نشرة الصادرة في سنة 2014 لصندوق الراجحي المتوازن متعدد الأصول، ص:06.

[3]- نشرة الصادرة في سنة 2014 لصندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول، ص :06.

المطلب الثالث: تشخيص أداء صناديق الاستثمار الإسلامية بشركة الراجحي مالية خلال الفترة (2013-2017).

تحتوي شركة الراجحي على العديد من الصناديق المختلفة محلية وإقليمية وكذلك عالمية، ولا يمكن تشخيص أدائها كلها نظرا لتعددها، لذلك سيتم تشخيص صندوق محلي وصندوق إقليمي وآخر عالمي وكذلك تحليل نسبة شارب المستخدمة فيها وذلك على النحو التالي:

أولا : تشخيص أداء صندوق الراجحي للأسهم السعودية

ويمكن تحليل أداء صندوق الراجحي للأسهم السعودية من خلال العائد السنوي له وذلك على النحو الآتي:

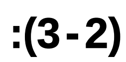
الجدول رقم (3-3): يمثل تطور نسب عائد الصندوق

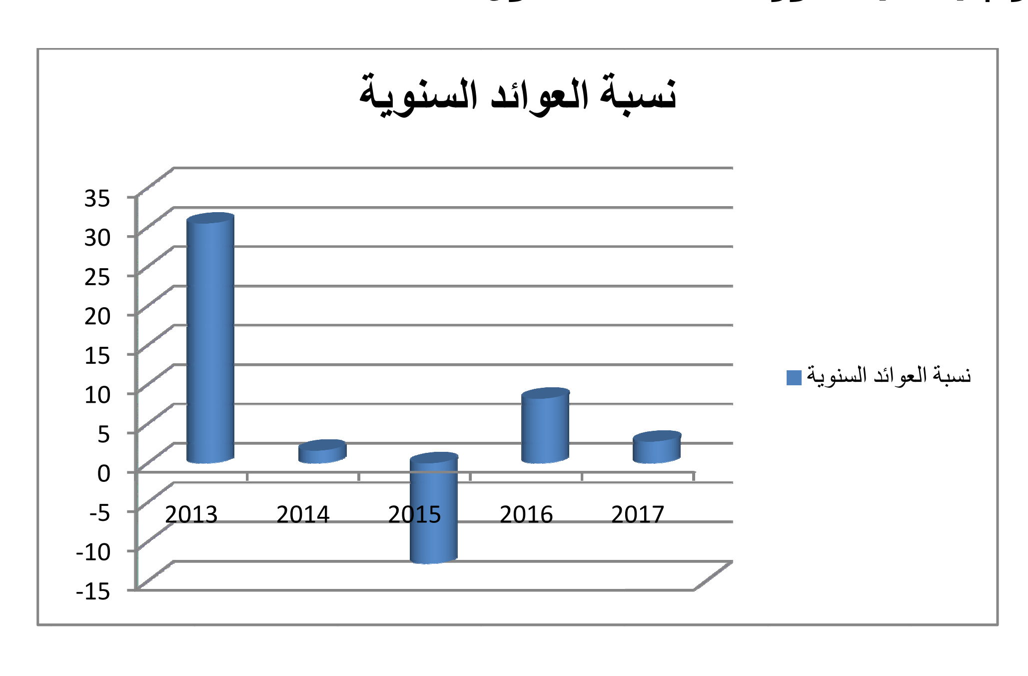
السنوات	2013	2014	2015	2016	2017
نسبة العوائد السنوية	30.48	1.61	12.78-	8.21	2.75

الوحدة: نسبة مئوية

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملحق رقم (02)

الشكل رقم (2-3): تطور نسب عائد الصندوق





المصدر: من إعداد الطالبين بناءا بالاعتماد على الجدول رقم (01).

التعليق : حقق الصندوق عائدا سنويا بمعدل 30.48 % سنة 2013وانخفض نموه كثيرا حيث قدر ب: 1.61 % سنة 2014 وانخفض بشكل سلبي سنة2015 ليصل الى12.78 –% لنجد أن مستواه قد تحسن سنه 2016 ليصل الى8.21% لينخفض بشكل طفيف حيث قدرب 2.75% سنة 2017.

ثانيا : تشخيص أداء صندوق الراجحي لتنمية رأس المال وتوزيع الأرباح الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

وبما أنه بدأ نشاطه في 2013 يبدأ التحليل من هذه السنة وفيما يلي:

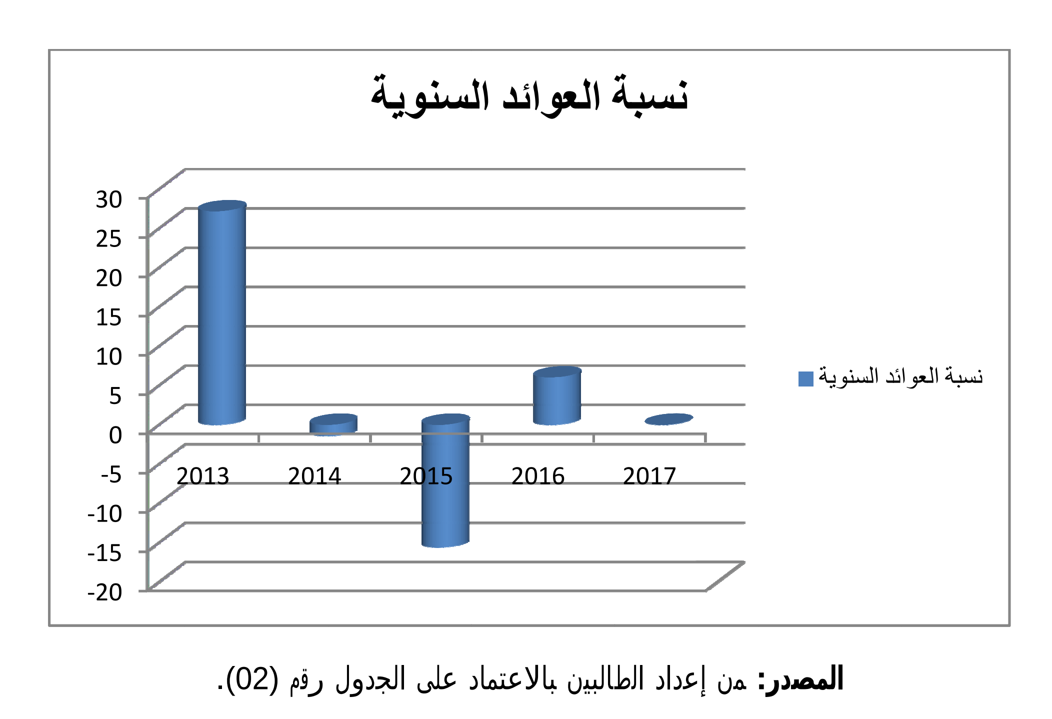
الجدول رقم(4-3): يمثل نسبة العوائد السنوية لهذا الصندوق خلال الفترة (2013-2017)

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017
نسبة العوائد	27.18	-1.43	-15.60	6.04	0.01

الوحدة: نسبة مئوية

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملحق رقم (02)

الشكل رقم (3-3): يمثل نسبة العوائد السنوية لهذا الصندوق خلال الفترة (2013-2017)



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول رقم (02).

التعليق :

حقق صندوق الراجحي لتنمية رأس المال وتوزيع الأرباح سنة 2013 عائدا سنويا يقدر ب:27.18، لكن انخفض لدرجة التدهور سنة 2014 إلى 1.43- ثم إلى 15.60- سنة2015 وذلك لشدة المنافسة والظروف الخارجية التي مرت بها ثم نلاحظ

تحسنا سنة 2016 حيث قدر العائد ب 6.04 ثم أصبح لا يكاد يذكر في سنة 2017 حيث قدر ب0.01.

ثالثا : تشخيص أداء صندوق الراجحي للأسهم العالمية

ويتم تحليل أداء الصندوق من خلال العائد السنوي له وذلك من خلال:

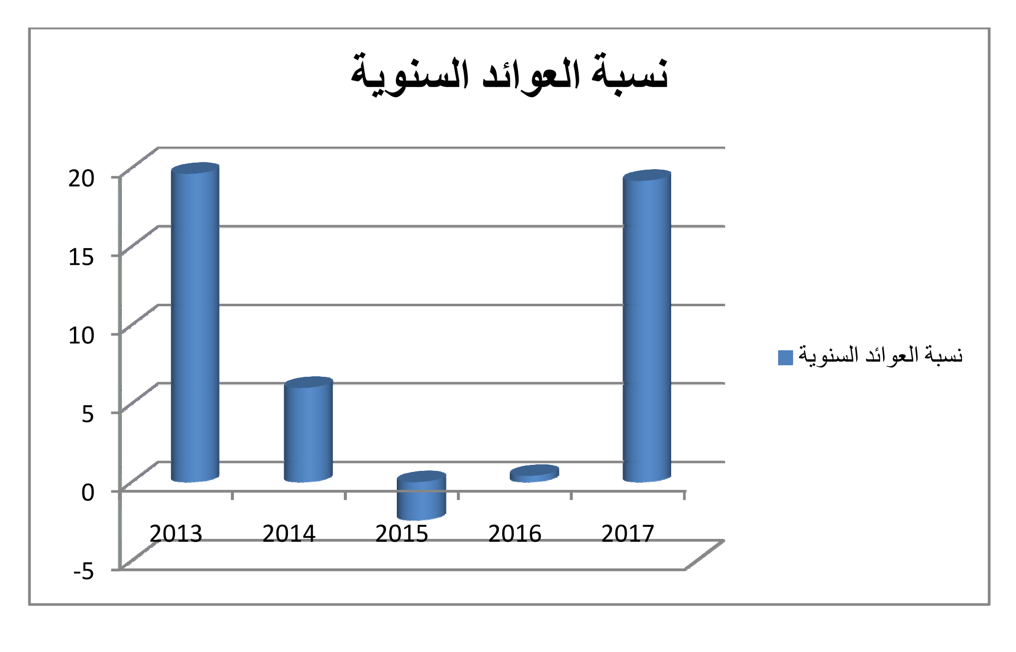
الجدول رقم(3-5): يبين نسب تطور العوائد خلال الفترة الممتدة من (2017.2013)

الوحدة: نسبة مئوية

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017
نسبة العوائد السنوية	19.63	6.00	-2.43	0.40	19.18

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملحق رقم (03)

الشكل رقم (3-4): نسب تطور العوائد خلال الفترة الممتدة من (2017.2013)



المصدر: من إعداد الطالبين بناءا بالاعتماد على الجدول رقم (03).

التعليق :

حقق صندوق الراجحي للأسهم العالمية عائدا جيدا سنة 2013، وعاود بالانخفاض إلى 6 % سنة 2014، لكن سنة 2015 انخفض وحقق عائدا سلبيا يقدر ب:2.43-% ثم نلاحظ ارتفاع طفيف سنة 2016قدر ب0.4% ثم ارتفاع كبير نسبيا يصل الى 19.18%سنة2017.

رابعا : قياس أداء الصناديق الإسلامية مقارنة بالمخاطرة عن طريق نسبة شارب

تقيس نسبة شارب أداء المحافظ الاستثمارية مقارنة بالمخاطرة ومعرفة إذا ما كان الربح ناتجا عن قرارات استثمارية جيدة أو نتيجة تحمل مخاطر استثمارية عالية.

و بحسب بالقانون الموالي:

$$\frac{\text{العائد المتوقع – العائد الخالي من المخاطرة}}{\text{الانحراف المعياري}}$$

وتستخدم نسبة شارب بطريقة فعالة وبشكل أفضل عندما تؤخذ ثلاث سنوات على الأقل من أداء الصندوق مقارنة بأداء صناديق أخرى، ويمكن استخدام نسبة شارب في بعض من صناديق الاستثمار السعودية بشركة الراجحي مالية على النحو الآتي:

الجدول رقم (3-6) : يمثل نسبة شارب في مجموعة من الصناديق الاستثمار الإسلامية بشركة الراجحي مالية

البيان	3 سنوات	5 سنوات	10 سنوات
نسبة الشارب في صندوق الأسهم السعودية	0.08	0.37	0.22
صندوق الراجحي لتنمية رأس المال و توزيع الأرباح الشرق الوسط و شمال إفريقيا	0.75	0.23	-
صندوق الراجحي للأسهم العالمية	0.38	0.65	0.35

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملاحق رقم (1، 2، 3) المقارنة

من خلال الجدول يتضح أن صندوق الأسهم السعودية حقق اكبر عوائد بالنسبة للمخاطرة تقدر بـ: 0.08 يليه صندوق الراجحي لتنمية رأس المال وتوزيع الأرباح، حيث حققا عائدا0.75 أما صندوق الراجحي للأسهم العالمية متضمنا لنسبة عالية من المخاطرة 0.38وذلك خلال ثلاث سنوات، أما بالنسبة لخمس سنوات فكان صندوق الراجحي للأسهم العالمية أفضل أداء وتحقيق للعوائد بالنسبة للمخاطر مقارنة بصندوق الأسهم السعودية و صندوق الراجحي لتنمية رأس المال بالنسبة لخمس سنوات ،خلال عشرة سنوات حقق صندوق الراجحي بنسبة أفضل من صندوق الأسهم السعودية حيث أن صندوق الأسهم السعودية حقق عائدا نتيجة مخاطرة عالية كذلك صندوق الراجحي للأسهم العالمية عالي المخاطرة لكن اقل منه نسبة.

- مما سبق عرضه يمكن القول بأن شركة الراجحي مالية توفر فرص الاستثمار لعملائها في سوق الأسهم السعودية والعالمية والإقليمية، حيث أنها تقدم مجموعة من الصناديق المتنوعة منها الصناديق المفتوحة والمغلقة، وتنقسم إلى صناديق محلية وإقليمية وعالمية، وتحتوي هذه المحافظ على مجموعة من الصناديق ،وتتمثل الصناديق المحلية والإقليمية في صناديق الراجحي للأسهم المحلية والإقليمية وصناديق الصكوك والمضاربة بالبضائع. أما بالنسبة للمحفظة العالمية فتحتوي على صندوق الأسهم العالمية، ويقدم أداء هذه الصناديق بالريال السعودي وكذلك بالدولار الأمريكي مثل صندوق الراجحي بالبضائع بالدولار الأمريكي.

خاتمة الفصل

يعد بنك الراجحي من أكبر المصارف الإسلامية ،بدأ نشاطه في 1957، بخبرة 59 سنة في مجال الأعمال المصرفية والأنشطة التجارية، وهو يضم عدة شركات تابعة منها شركة الراجحي مالية ، حيث بدأت نشاطها سنة 2008 وهي شركة خدمات مالية رائدة توفر لعملائها نطاقا من المنتجات المالية والخدمات المتنوعة المبتكرة الحائزة على العديد من الجوائز العالمية والمطابقة لأحكام الشريعة، وبما أنها شركة تابعة ومملوكة بالكامل للبنك فإنها تساهم بشكل جيد في تحقيق أرباح البنك وذلك من خلال أدائها الفعال ،وجمعها بين قوة موارد الحضور العالمي ومستواها المميز في مجال الاستثمار والخدمات المالية ومكانتها الريادية في السوق في مجال تقديم الحلول المالية والاستثمارية المصممة خصيصا والتي تلبي الحاجات المتغيرة باستمرار للمستثمرين سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات.

أصبحت الصناديق الاستثمارية وسيلة مثلى لتعبئة المدخرات، من خلال القيام باستثمارات سليمة ، تحقق عوائد مناسبة لصغار المدخرين . وقد ظهرت الصناديق الإسلامية ، نتيجة طلب الأفراد على الاستثمار القائم على أساس و مبادئ الشريعة الإسلامية . كما دعمت هذه الصناديق بهيئات و مؤسسات إسلامية، تسير وفق قوانين و ضوابط الشريعة الإسلامية ،لتأكيد على حسن إدارة هذه الصناديق وفعاليتها . كل هذا زاد من تشجيع الأفراد على الاستثمار فيها ،بدل وضع أموالهم ومدخراتهم لدى المؤسسات و البنوك التقليدية ، التي لا تراعي مبادئ الشريعة الإسلامية ، ولا تقدم استثمارات ذات مردودية جيدة للأفراد وللاقتصاد الوطني .

تحقق صناديق الاستثمار فرص جيدة للمستثمرين، ومنه للاقتصاد الوطني، وتمنحهم الكثير من الامتيازات ،وذلك بتحقيق أهداف المستثمرين ،و المدخرين لأموالهم واحتياجاتهم بواسطة الإدارة القائمة على تسيير الصناديق. ويكون ذلك بالمحافظة على أصول ورأس مال الصندوق، وتنميته وتقليل المخاطر الاستثمارية إلى أدنى حد ممكن . كما تساهم على الصعيد الوطني بتنشيط أسواق رأس المال ،و تحمي المدخرات الوطنية ، وتمنع تسريبها للاستثمار في الخارج، من خلال تعبئة الموارد المالية وتوجيهها ،نحو تمويل المشروعات التي تساهم في تنمية الاقتصاد الوطني .

1- نتائج الدراسة :

من ابرز النتائج التي تم التوصل إليها من الدراسة هي كالأتي:

- إن صناديق الاستثمار الإسلامية هي الاستثمار الحقيقي لأنها تستثمر المدخرات استثمارا حقيقيا بالإضافة إلى الاستثمار في الأوراق المالية على عكس الصناديق التقليدية التي هي بمثابة صناديق توظيف الأموال لان استثمارها يكون في الأوراق المالية المصدرة في مختلف الشركات فقط .

- تختلف صناديق الاستثمار بحسب هيكل رأس مالها، أهدافها، أساليب إدارتها ،نوعية مكوناتها، مدد استثمارها ، وطريق توزيع العائد فيها و سياستها الاستثمارية كل هذه الآليات تعمل على تطوير الصناديق الاستثمارية الإسلامية وتنميها.

- تعتبر صناديق الاستثمار أفضل بديل لتجربة المصارف التقليدية حول الصيرفة الإسلامية ومدى إمكانية تجسيدها للعقود الشرعية في المعاملات المصرفية .

- تختلف صناديق الاستثمار الإسلامية عن التقليدية في مجموعة من المعايير الشرعية التي تتمثل في نوعية الأصول المستثمر فيها، والتي يجب أن تكون من الأصول المباح الاستثمار فيها مثل أسهم الشركات مباحة النشاط أصلا، والصكوك الإسلامية، والابتعاد عن شراء أو بيع أي من الأدوات المالية غير الشرعية، أو تقوم بالاقتراض أو الإقراض الربوي، إلى جانب الخيارات وأدوات الدين بأنواعها. إضافة إلى وجود هيئات شرعية ورقابية لكل صندوق وذلك ضمانا لتطبيق المبادئ الشرعية في معاملاته.

- إن لمدير الصندوق الدور الفعال في تحقيق الصندوق لأهدافه.

- إن إدارة نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية يكون وفق ضوابط شرعية كالمشاركة و المضاربة والمرابحة الوكالة بأجر.

- يظهر تفوق صناديق الاستثمار الإسلامية من خلال تطورها الملحوظ وقد استمر نموها في ظل الصعوبات الاقتصادية العالمية على عكس صناعة صناديق الاستثمار التقليدية التي أظهرت تراجعا ملحوظا في نموها نتيجة تأثرها بالتصدعات المالية مما أدى إلى تصفية عدد كبير منها وتراجع حجم الأموال المدارة فيها.

- بالرغم من الأداء الجيد للصناديق الإسلامية أثناء التقلبات المالية إلا أنها لم تستفد من التنـوع الموجـود في أدوات الاستثمار الإسلامية وتركيزها كان على الاستثمار في الأسهم وهو القطاع الأكثر عرضة للمخاطر.

- تعتبر تجربة السعودية رائدة في مجال صناعة الصناديق الإسلامية فهي تحتل المرتبة الأولى عربيـا والثانيـة عالميا، ومن خلال تقييم الصناديق الاستثمارية بها أظهرت الصناديق الإسلامية تفوقا في الأداء على نظيرتها التقليدية.

- تعتمد صناديق شركة الراجحي المالية أرباحا سنوية حيث أن هذه الأخيرة تمثل نسبة من أرباح بنك الراجحي .

- تساهم صناديق شركة الراجحي في تقليل المخاطر في استثمار الأوراق المالية لبنك الراجحي و تحقيق عوائد له.

- تفوق الصناديق الإسلامية بالأداء على نظيرتها التقليدية في فترات هبوط الأسواق دليل على أن آليات عمل الصناديق الإسلامية تقدم للمستثمرين تحوطا جيدا في فترات الركـود الاقتـصادي بـسبب القواعد التي يفرضها الاستثمار الإسلامي على اختيار الأصول.

2- اختبار الفرضيات :

بعدما تم التطرق إليه في هذه الدراسة يتم اختبار الفرضيات كما يلي :

قصد الإجابة عن هذه الأسئلة يمكن وضع الفرضيات الآتية :

الفرضية الأولى : تعتبر صناديق الاستثمار أدوات مالية تنشئها المؤسسات المالية لغرض جمع المدخرات من الجمهور واستثمارها في سوق الأوراق المالية، وفقا لآلية عمل معينة يحددها مدير الصندوق على أساسها يتم الاكتتاب في وحدات الصندوق ، صحيحة لأنها تعتبرالوسيلة المثلى لتعبئة مدخرات صغار المدخرين وتحقيق العوائد المناسبة لهم من خلال القيام باستثمارات سليمة في شركات وأصول ناجحة وفق آلية يحددها مدير الصندوق .

- **الفرضية الثانية :** تتنوع مجالات عمل الصناديق الإسلامية حسب طلب عملائها وتتفرع كذلك وفقا لمتطلبات الشريعة الإسلامية ،خاطئة حيث تستثمر في مجالات متنوعة في ظل أحكام الشريعة الإسلامية أي جميع الأنشطة الحلال في مختلف المجالات، وتستثمر بمختلف الصيغ التمويلية مثل:المزارعة و المساقاة فهي في مجال الزراعة ،صيغ البيوع وهي في مجال البيع وكذلك الإيجار. .

- **الفرضية الثالثة :** تتمتع صناديق الاستثمار الإسلامية بأداء مالي جيد، مقارنة بصناديق الاستثمار. صحيحة حيث يعتبر بنك الراجحي من أكبر البنوك الإسلامية في المملكة العربية السعودية ومن أنجحها ويضم عدة فروع وشركات تابعة له، حيث يقوم بتوفير فرص استثمارية ملائمة للمستثمرين من الأفراد والشركات الذين يهدفون إلى تنمية رؤوس أموالهم من خلال الاستثمار طويل الأجل في أسهم شركات قطاعي البتروكيماويات والاسمنت المدرجة في سوق الأسهم السعودية (تداول). حيث نجح في تحقيق النمو في مختلف الأنشطة بما يتواكب مع الأوضاع الاقتصادية المحلية واستطاع تحقيق أرباح ونتائج جيدة رغم الظروف العالمية ليؤكد قوة ومتانة الاقتصاد الوطني للبلاد عكس صناديق التقليدية التي حققت تراجع كبيرمن حيث العائد وتحقيق الارباح.

3- التوصيات :

على ضوء النتائج المتوصل إليها من الدراسة يمكن تقديم عدد من الاقتراحات التي من شأنها تفعيل آليات عمل صناديق الاستثمار الإسلامية ومنها:

- وجود إستراتيجية فعالة وشاملة لإدارة أصول صناديق الاستثمار الإسلامية عن طريق إيجاد قنوات استثمار أكثر ملائمة من حيث العائد والمخاطرة.

- توفير القوانين و التشريعات اللازمة التي تحكم وتوضح عمل البنوك الإسلامية وصناديق الاستثمارية الموجودة بها.

- انتشار صناديق إسلامية لما لها من أهمية في جذب أموال صغار المستثمرين غير الربويين لما تمنحه من عوائد.

- تطوير القواعد ومؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية في البلدان العربية من أجل تقديم الدعم الكامل لعمل المؤسسات المالية الإسلامية بما فيها صناديق الاستثمار الإسلامية.

- توجيه المساهمين في صناديق الاستثمار إلى القيام بأنشطة طويلة الأجل وأن تقوم هذه الصناديق بدورها في توطين رؤوس الأموال وتوطين التكنولوجيا في البلاد العربية والإسلامية وأن تقدم إضافة إلى العالم الإسلامي وتعطيه مكانة لا بأس بها .

- زيادة ثقة المستثمرين وذلك في ظل الشفافية وتقديم المعلومات الخاصة بأداء صناديق الاستثمار الإسلامية وبالتالي زيادة الطلب عليها في الأسواق المالية.

- ابتكار وتطوير أدوات مالية إسلامية تساعد على الاستثمار في البنوك وصناديق الاستثمار الإسلامية وذلك بزيادة الجهود فكرية بين الهيئات

الإسلامية وصناع أدوات المالية للقدرة على التعريف بصيغ وأساليب التمويل والاستثمار الإسلامية من حيث مفاهيمها وطبيعتها وشروطها.

- فتح المجال في الجزائر أمام شركات الاستثمار والبنوك الإسلامية لتعمل في سوق ضمن ضوابط تضمن سلامة وحماية أموال واستثمارات الأفراد والمؤسسات.

4- آفاق الدراسة :

يمكن مواصلة البحث في الموضوع من جوانب أخرى أهمها:

- عقد المشاركة ودوره في إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية.

- دور آليات عمل صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل السوق المالية الإسلامية.

- مبادئ الحوكمة وتأثيراتها على صناديق الاستثمار.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية :

1-الكتب:

1- القران الكريم.

2- البهجي عصام أحمد ، "**الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية "**، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2009 .

3- احمد معجب العتيبي ، المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر و التوزيع ، عمان الأردن، 2005 .

4- أحمد حسن بن أحمد الحسني ،**صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد إسلامي**، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية ،ط1 ، 1999 .

5- السيد عليوة ،**تحليل مخاطر الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، دار الأمين، القاهرة، مصر ،2006.

6- ارشد فؤاد التميمي،أسامة عزي سلام، "**الاستثمار بالأوراق المالية** "،المسيرة للنشر والتوزيع ،عمان، الأردن، ط1، بدون سنة نشر .

7- جوليت فريلي، ترجمة خالد العامري، استثمار أموالك في صناديق الاستثمار ،دار الفاروق للنشر والتوزيع ، ط1، القاهرة، 2001.

8- جمال الدين عطية **البنوك الإسلامية بين الحرية و التنظيم التقويم و الاجتهاد النظرية و التطبيق** 1993 المؤسسة الجامعية للدراسات النشر و التوزيع

9- جمال جويدان الجمل، **الأسواق المالية والنقدية،** دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2002.

10- دريد كامل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار المسير للنشر والتوزيع والطباعة ،عمان، الأردن، ط1 ،2010.

11- حسن محمد القطاقطة، **صناديق الاستثمار في الدول العربية**، القطاقطة للدعاية والإعلان، عمان، الأردن، 2001.

12- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات،_**الاستثمار في البورصة، أسهم - سندات - أوراق مالية**، دار الحامـد، عمـان، الأردن، 2006 .

13- مصطفى كمال السيد طايل، **دراسة قرار الاستثمار في المصارف الإسلامية**، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر ،2006.

14- محمد صالح جابر ،**الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية** ،دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن ط3 ،2015.

15- محمد عوض عبد الجواد و علي إبراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة "أسهم -سندات -أوراق مالية**"، دار المناهج، عمان، الأردن، ط1، .2006 .

16- محسن أحمد الخضيري، **كيف تتعلم البورصة في 24 سا**، اشتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، ط1999.2.

17- محمد عنتر أحمد، الإدارة المالية والاستثمار، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، ط1، 2009.

18- محمد مطر، **إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية**، دار وائل للنشر والتوزيـع، عمـان، الأردن، الطبعـة الثالثـة، 2003 .

19- محمد مطر فايزتيم، **إدارة المحافظ المالية** دار وائل للنشر و التوزيع عمان، الأردن،ط1، 2005 .

20- محمد محمود عبد ربه، **مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية**، الـدار الجامعيـة، الإسـكندرية، مصر ،2000.

21- محمد صالح الحناوي ،**أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، الطبعة الثانية ،1997 .

22- منير إبراهيم هندي، **أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال** ، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، الطبعة الثالثة ،2005 .

23- منير إبراهيم الهندي، **أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال**، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر 1999.

24- منير إبراهيم الهندي، **أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار**، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، تم نشر الكتاب برعاية المؤسسة العربية المصرفية ABC، البحرين 2001.

25- منى قاسم، **صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين**، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، ط1، 1995 .

26- منير إبراهيم هندي ،**أسواق رأس المال**، المكتب العربي الحديث ،الإسكندرية، مصر ، 1999.

27- منير إبراهيم هندي**، أدوات الاستثمار** ، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999

28- منير إبراهيم هندي، **إدارة البنوك التجارية،** المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، ط3، 2000.

29- نشأة عبد العزيز معوض**، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار**، كتاب الأهرام الاقتصادي، ج2، 1994.

30- عبد الغفار حنفي**، البورصات أسهم وسندات وصناديق الاستثمار**، المكتب العربي الحديث، القاهرة، 1995.

31- عصران جلال عصران**، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية**، مدخل مقارن، دار التعليم العالي، 2010، ط1، الإسكندرية.

32- عطية عبد الحليم صقر ،**صناديق الاستثمار**، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1997 .

33- عصام أحمد البهجي **الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات الإسلامية** دار الجامعة الجديدة الإسكندرية ، مصر، 2009.

34- عبد الرحمان بن عبد العزيز النفيسة، " **صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية و الحكام النظامية**" ، دار النفائس 2010 .

35- عبد المطلب عبد الحميد، **صناديق الاستثمار سياستها وآلياتها**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ط1، القاهرة، 2010.

36- هوشيار معروف، **الاستثمارات والأوراق المالية** ، دار صفاء للنشر والتوزيع ،عمان، الأردن، ط1، 2003 .

37- نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، ط1، الإسكندرية، 2007.

38- قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق**، دار الثقافة ،عمان،الأردن، 2009.

39- قيصر عبد الكريم الهيتي ،**أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية**، دار رسلان دمشق سوريا ،2006 .

40- زينب سلامة، ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها ، مجلة الإدارة العامة لمعهد الإدارة العامة، العدد 2004/01/29، الرياض، المملكة العربية السعودية.

41- هشام أحمد عبد الحي، **الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية "دراسة تطبيقية فقهية**"، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط1، 2011 .

42- فريد مصطفى، إسماعيل عبد الفتاح، **الأسواق والمؤسسات المالية**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية ،مصر، 2007.

43- غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، دار المناهج للنشر والتوزيع ،عمان، الاردن، ط1 2013.

44- سيد سالم عرفة، **إدارة المخاطر الاستثمارية**، دار الراية ،عمان،الأردن،.2009.

45- ضرار يوسف الغانم، **اتحاد الشركات الاستثمارية صناديق الاستثمار**، ط1، ديسمبر 2008.

2- الرسائل و الأطروحات:

1- إياس غانم،" **صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية ودورها في التنمية**"، مذكرة ماجستير في الاقتصاد المالي والنقدي، جامعة دمشق، سوريا 2009 .

2- الحاج موسى منصوري، **اثر مخاطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق دبي المالي**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012 .

3- بن عمر بن حاسين ،**فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية،** أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، 2013.

4- بوزيد سارة، **إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، دراسة حالة بنك BNP.PARIBAS**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة ،2007.

5- بن عبد ا الشبيلي يوسف" **عبدا الخدمات المصرفية لاستثمار أموال العملاء وأحكامها في الفقه الإسلامي** "أطروحة دكتوراه في الفقه المقارن في المعهد العالي للقضاء ، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية الرياض ، السعودية ،2006.

6- بن يوسف زنيني فريدة،" **صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات، تجربة جمهورية مصر العربية وإمكانية تطبيقها في سوريا**"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا،2005- 2006.

7- محمد عبيد ا ، **تمويل الشركات من منظور اسلمي،** مذكرة تدريسية، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2006.

8- عمر عبو، **"صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الأسواق المالية"**، تجارب بعض الدول العربية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وبنوك -جامعة الشلف،2009 --2010 .

9- عمرو حمدي متولي، صناديق الاستثمار في مصر ودورها في دعم برنامج الخصخصة، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة عين شمس، القاهرة، 2006

10- عماد محمود النقيب، **صناديق الاستثمار المشتركة "الأدوات الاستثمارية في الأسواق المالية**، وكالة الأبناء الكويتية "كونا"، ديسمبر .1994.

11- غالية مليك، **أثر التنويع الدولي على خصائص المحفظة المالية، دراسة تطبيقية على مجموعة من الاسواق المالية خال الفترة (2010-2013)**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماستر أكاديمي في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2013.

12- خالد بن علي ثويني الثنيان ،**صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع والآثار)**، دراسة تحليلية شرعية اقتصادية ،أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي ،جامعة ام القرى ،السعودية، 2005

13- سارة عبدلي، **أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية دراسة حالة بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011**،رسالة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.

14- نسرين سميح ابو رحمة، **السيولة المصرفية وأثرها على العائد والمخاطرة، دراسة تصفية على المصارف التجارية الفلسطينية**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم إدارة أعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2009.

15- سعيدة تلي، **التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية، دراسة قياسية لأسهم مسعرة في البورصة تونس**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.

16- يوسف بن عبد ا الشبيلي، **الخدمات المصرفية لاستثمار أموال العملاء وأحكامها في الفقه الإسلامي**، أطروحة دكتوراه في الفقه المقارن في المعهـد العالي للقضاء، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، السعودية ،2006 .

3 – المؤتمرات و الندوات :

1- الصناديق الاستثمارية الإسلامية في الأردن.. التقنين والرقابة، **ورقة عمل مقدمة للمؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية الجامعة الأردنية**، عمان، الأردن6-2014/8/7 ص14.

2 - حسن بن غالب بن حسن آل دائلة ،**زكاة الصناديق الاستثمارية**، بحث مقدم إلى ندوة زكاة الأسهم والصناديق الاستثمارية، التي نظمتها الهيئة العالمية للاقتصاد والتمويل، بالرياض، السعودية ،في 22ماي 2008.

3- محمد شاكر ،**ندوة في المحافظ والصناديق الاستثمارية تكوينها وإدارتها** ،هيئة الأوراق المالية والسلع،الامارات العربية المتحدة أبو ظبي، بدون سنة.

4- مصطفى علي أحمد، **صناديق الاستثمار مزاياها وأنواعها والتكييف الشرعي**، أبحاث ندوة صناديق الاستثمار مصر: الواقع والمستقبل، مركز صالح عبدا كامل، جامعة الأزهر.

5- مؤسسة نيهومباشي كابايا، **ندوة الودائع الاستثمارية في اليابان**، طوكيو، اليابان، 1989.

6- مؤسسة النقد السعودي، **الأنظمة والتعليمات النقدية والمصرفية**، مطبوعات مؤسسة النقد السعودي، الرياض، 1994.

7- محمد علي القري،_**دور صناديق الاستثمار في تمويل البنية التحتية**، بحث منشور ضمن أعمال ندوة التعاون بين الحكومة والقطاع الأهلـي في تمويـل المشروعات الاقتصادية، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية ،11 - 1999/10/13م.

8- مصطفى علي أحمد، **أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل** - الجزء الثاني، مركز صالح عبد ا كامل للاقتصادي الإسلامي، جامعة الأزهر في الفترة 22 - 23 مارس 1997.

9- محمد علي القري ، **صناديق الاستثمار الإسلامية**، بحث مقدم ضمن ندوة التطبيقات الاسلامية المعاصرة ، الدار البيضاء ، المغرب ،1998.

10- محمد ماهر محمد علي، **تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر**، من أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر واالواقع والمستقبل، المنعقدة بمركز صالح عبد ا صالح للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، 22 مارس 1997، الجزء الأول.

11-محمد فرحي، فاطمة بن ناصر ،**إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية**، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجا، المركز الجامعي بخميس مليانة، الجزائر ،5 -6 ماي 2009 .

12- حسن غالب بن حسن آل دائلة، **زكاة الصناديق الاستثمارية**، ورقة بحثية مقدمة لندوة زكاة الأسهم و الصناديق الاستثمارية التي نظمتها الهيئة العالمية للاقتصاد و التمويل ، الرياض ، السعودية 2008 .

13- عبد الستار أبو غدة ،**صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة فقهية تأصيلية**،ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية ،واقع وأفاق المستقبل ،جامعة الإمارات العربية المتحدة،دبي ، الإمارات ،2005.

14-عبد الحميد محمود البعلي ،**إدارة صناديق الاستثمار، الواقع التنظيمي والتخريج الشرعي وضوابطه الفقهية**،ورقة بحثية مقدمة ضمن المؤتمر الأول للمؤسسات المالية الإسلامية البحرين 2007 .

15- سيد عيسى، **تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر**، بحث مقدم إلى ندوة الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل، الجزء الأول، مركز صالح عبد ا كامل للاقتصادي الإسلامي جامعة الأزهر في الفترة من 22-23 مارس 1997 .

16- عبد المجيد محمود الصلاحين ،**هيئات الفتوى والرقابة الشرعية ودورها في المصارف الإسلامية**، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الأسواق المالية والبورصات 17-آفاق وتحديات، الإمارات،.2007 .

18- يوسف بن عبد ا الشبيلي، **الرقابة الشرعية على المصارف، ضوابطها وأحكامها ، ودورها في ضبط عمل المصارف**، ورقة عمل مقدمة إلى الدورة التاسعة عشر مع الفقه الإسلامي الدولي، إمارة الشارقة، الإمارات ،2008.

19- عمر مصطفى الشريف **الصناديق الاستثمارية الإسلامية في الأردن.. التقنين والرقابة** ورقة عمل مقدمة للمؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية الجامعة الأردنية، عمان، الأردن6-2014/8/7 .

20-عصام عبد الهادي أبو النصر، **نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار في ضوء الفكر الإسلامي**، نـــــدوة" صـناديق الاستثمار في مصـر : الواقع والمستقبل"، كلية التجارة - جامعة الأزهر، مصر ،22 / 3 / 1997.

21- عز الدين خوجة، **صناديق الاستثمار الإسلامية، إدارة البحوث والتطوير**، مجموعة دلة البركة 1994 .

22-عطية عبد الحليم صقر، **الإطار القانوني لصناديق الاستثمار**، برنامج ندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، السبت 1997/3/22، مركز صالح عبد ا كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر.

23- عبد المحمود الصلاحين ،**صناديق الاستثمار الإسلامية، مفهومها، خصائصها، وأحكامها**، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات ،أفاق وتحديات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر كلية الشريعة و القانون ،جامعة الإمارات العربية المتحدة،دبي ،الإمارات .

24- غدير أحمد خليل "الشيخ خليل" ، **تطوير وابتكار صناديق استثمار متوافقة مع الشريعة الإسلامية**، بحث مقدم ل "المؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية" الجامعة الأردنية- كلية الشريعة- قسم المصارف الإسلامية6-7|8|2014م.

25- وليد هويمل عولجان، **صناديق الاستثمار دراسة وتحليل**، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات، 06 مارس2007 .

26- صفوت عبد السلام عوض ا ، **صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي**، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الأسواق المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات، 2005.

27- صفية احمد ابو بكر **صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها و أنواعها** كلية التجارة جامعة اسيوط المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر .

28- حسين حسين شحاتة **الفرق بين صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار التقليدية** ورقة بحثية للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2005 .

29- سلامة زينب السيد، **مجلة الإدارة العامة**، مجلة دورية محكمة، جامعة الملك بن سعود، السعودية، العدد 104، أفريل 1999 .

30- خالد سعد زغلول حلمي،_**النظام القانوني للرقابة على المحافظ وصناديق الاستثمار** - عرض للتجربة الكويتية، ورقة عمل مقدمة لمـؤتمر المؤسـسات المالية والبورصات، آفاق وتحديات، الإمارات ،2007.

4-النشرات:

1- نشرة المعلومات الصادرة سنة 2014 لصندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل.

2- نشرة المعلومات الصادرة سنة 2014 لصندوق الراجحي للأسهم العالمية.

3- نشرة المعلومات الصادرة سنة 2014 لصندوق الراجحي للطروحات الأولية.

4- نشرة المعلومات الصادرة في سنة 2014 الصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالريال السعودي.

5- نشرة المعلومات الصادرة في سنة 2014 الصندوق الراجحي للصكوك.

6- نشرة المعلومات الصادرة في سنة 2014 الصندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع دولار أمريكي.

7- نشرة المعلومات الصادرة في سنة 2014 لصندوق الراجحي المتوازن متعدد الأصول.

8- نشرة المعلومات الصادرة في سنة 2014 لصندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول.

9- نشرة المعلومات المصدرة سنة 2005 الصندوق الرجحي لتنمية رأس المال وتوزيع الأرباح.

10- نشرة المعلومات المصدرة سنة 2014 الصندوق الراجحي للنمو متعدد الأصول.

11- نشرة المعلومات المصدرة سنة 2015 ، صندوق الراجحي للأسهم البتروكيماويات والأسمنت.

12- نشرة المعلومات المصدرة سنة 2015 ، صندوق الراجحي للأسهم الخليجية.

13- نشرة المعلومات المصدرة سنة 2015 ، صندوق الراجحي للأسهم السعودية.

5-المجلات و الدوريات و التقارير:

1- ابراهيم راشد الشمري، **"دور الميزة التنافسية في بناء المحفظة الاستثمارية الكفؤة" دراسة تطبيقية في عينة من الشركات الصناعية**، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الخامس والسبعون، العراق، 2009 .

2- أمارابك ،مجلة علمية محكمة تصدر عن الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا www.amarabac.com. ،المجلد الخامس ،العدد الثالث عشر ،2014

3- التقرير الشهري لشركة سبائك للإجارة والاستثمار، يوليو2009.

4- بن موسى كمال، **المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها**، مجلة الباحث، العدد الثاني، جامعة الجزائر ،2004 .

5- عماد عبد الحسين دلول ،**تقسيم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفؤة باستخدام نموذج التأكد المعادل**، دراسة حالة في عينة في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية مجلة الإدارة و الاقتصاد ، العدد الحدي و الثمانون ، الجامعة المستنصرية ، العراق ،2010.

6- حسين حسين شحاتة، **منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية،** مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 245 ، جامعة الأزهر، مصر 2009.

المراجع باللغة الأجنبية:

1- Bassam I.Azeb, The Performance of The Egyptian Stock Market, Master of Business Administration thesis, The University of Birmingham The Birmingham Business School, 2002.

2-Ben Branch, Jill Sawyer, Closed End fund Performance on the daily basis, Isenberg School of Management Magazine, November, 2006.

3- Cooper J Michael, 2003.Changing names With style : Mutual Funds Name Changes and their Effects on Fund Flows, Purdue University. Economics and Management journal.Volume13, Number2.2005.

4- E.JEtton.MJ Grenber, Modern Portfolio theory, 1950 To Date Journal of Bonking et Finance 21(1997)

5- Federal Housing Finance Agency .Examination Manual public Investment

Investment Performance Standards, CFA Enstitude ,2014 ,1/1/2011.11/03/2015.**WWW.gisstanards.org.**

6- Guidance Statement On Composite Definition, Global

7- Hassan Kabir, Lewis Mervyn, **Handbook of Islamic Finance**, Edward Elgar, Northampton, United States of America, 2007

8- ING Special Report ,North America Insurance Corporation, Model, portfolio ,A Model that lives up to yourpersonal standard,2010,11/03/2015 **www6.voyaetirement plans.com/Sponsor Extranet/Model portfolios.pdf.**

9- John Wiley & Sons **, An Introduction To Mutual Funds World wide** -Ray Russell, England, 2007 .

10- Lambovska Maya ,Marcbev ,Angel, Investment Portfolio Evalation by the Fu 334 Approach Journal Of Competiti veness,issu3/202,1/03/2015 . **www.c journal.cz/files/63.pdf**

11- portfolio management .version 10, November 2013 , 19/02/2015 **http://www.fhfa.gav/supervision Regulation/document**.

11- Theodore E.Day et Yi wang,2005.Investingating Underperformance By Mutual Funds Protfolios,Journal of Finance,May,51(2).

12-Scottj.Donaladson and others vanguards framework for contraching diversified portfolio, April 2013. 19/02/2015 **http://adreisors.vanguard.com/ive/pdf/IcRPC.PDF.**

13- warther, Vincent A, 2007. A Sharp Decline To stocks along with 13 the real estate Mortagage Crisis, Journal of Finane Economics, Volume 80, November 2007.

- 14-Rodney Wilson, **The Développement of Islamic finance in GCC**, Working -Paper in Kuwait Programme ondéveloppement, Gouvernances and Globalisation in the Gulf States, kuwait, 2009

15-Taqi Usmani**, An Introduction To Islamic Finance**, op-cit

7-المواقع الالكترونية:

01- شركة الراجحي للاستثمار ،**اتفاقية صندوق الراجحي للأسهم العالمية**، على الموقعwww.alrajhbanc.com تاريخ الاطلاع 2013/09/10.

02- **تكوين وإدارة محافظ الاوراق المالية وصناديق الاستثمار**، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية قسم الاقتصاد، جامعة القاهرة، على الموقع: www.sadesshare.net .

03- محمد البلتاجي ،**صيغ التمويل في المصارف الإسلامية**، موقع المصارف الإسلامية http://www.bltagi.com/portal/ ،تاريخ الاطلاع 2018/01/17.

04- الموقع الرسمي لشركة الراجحي المالية على الرابط www.alrajhi-capital.com. تاريخ الاطلاع 2018/03/01

05- الموقع الرسمي لبنك الراجحي على الرابط- : www.alrajhibank.com. تاريخ الاطلاع 2018/01/17

الملحق رقم (01)

نموذج طلب الاشتراك والاسترداد

01	اسم المدير	
02	اسم مدير الصندوق	اسم وعنوان مدير الصندوق
03	الإقرار بالأحكام والشروط (لا ينطبق هذا البند على الاسترداد)	إقرار واضح يؤكد استلام المستثمر لشروط وأحكام صندوق الاستثمار وموافقته عليها .
04	اسم وعنوان المستثمر	اسم وعنوان المشترك/المسترد ،في حال انطباق ذلك
05	رقم الإقامة أو السجل المدني أو رقم السجل التجاري للمستثمر	وبيانات المشترك/المسترد ، في حال انطباق ذلك
06	جنسية المستثمر	وجنسية المشترك/المسترد، في حال انطباق ذلك
07	تاريخ الاشتراك/الاسترداد	تاريخ تنفيذ الصفقة
08	قيمة الاشتراك/الاسترداد	إجمالي المبلغ المدفوع من المشترك (بما في ذلك الرسوم) أو إجمالي المبلغ المدفوع لمالك الوحدات عند الاسترداد (بعد خصم أي رسوم مستحقة على الاسترداد)
09	طريقة الدفع/ القبض	نقدي أو حساب شيك على سبيل المثال
10	التوقيع	توقيع المشترك/المسترد
11	تاريخ العقد	تاريخ تعبئة هذا النموذج
12	الفرع	مكان تنفيذ الاشتراك/الاسترداد
13	الموظف المسؤول	الشخص الذي وافق على الاشتراك/الاسترداد

صندوق الراجحي للأسهم العالمية

للشهر المنتهي مارس 2018



الهدف

تنمية رأس المال لأجل طويل عن طريق الاستثمار في أسهم الشركات العالمية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في بلدان العالم المختلفة، ويوفر الصندوق السيولة للمستثمرين.

أداء الصندوق (الجدول)

المؤشر	سنة واحدة	ثلاث سنوات	خمس سنوات	عشر سنوات	منذ التأسيس
عدد أشهر الأداء الايجابي	9	24	39	82	168
عدد أشهر الأداء المتفوق على المؤشرالقياسي	1	11	21	45	103
العائد قصير الأجل (%)	**شهرواحد**	**ثلاثة أشهر**	**ستة أشهر**	**منذ بداية الربع حتى**	**منذ بداية العام حتى تاريخه**
الصندوق	2.48-	2.09-	0.94	2.09-	2.09-
المؤشر القياسي	1.39-	0.33-	5.73	0.33-	0.33-
عوائد كل سنة (%)	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
الصندوق	19.63	6.00	2.43-	0.40	19.18
المؤشر القياسي	21.30	6.21	0.64-	5.53	27.04
العوائد التراكمية (%)	**سنة واحدة**	**ثلاث سنوات**	**خمس سنوات**	**عشر سنوات**	**منذ التأسيس**
الصندوق	8.82	12.96	36.99	53.97	155.79
المؤشر القياسي	17.32	29.22	62.10	93.74	450.94
العوائد السنوية (%)	**سنة واحدة**	**ثلاث سنوات**	**خمس سنوات**	**عشر سنوات**	**منذ التأسيس**
الصندوق	8.82	4.15	6.50	4.41	4.43
المؤشر القياسي	17.32	8.92	10.14	6.84	8.19

تعليق مدير الصندوق

أسواق الأسهم العالمية أنهت شهر مارس لعام 2018 على انخفاض سببه ارتفاع وتيرة التوتر خوفا من حرب تجارية عالمية تسبق التشديد المتوقع في السياسة النقدية. تفوقت أسواق أوروبا والأسواق الناشئة على أداء المؤشر العالمي بشكل طفيف في حين كانت الاداء في اليابان متوافق مع المؤشر. انخفض الصندوق بنسبة 2.5٪ خلال الشهر مقارنة مع المؤشر الإرشادي الذي أنخفض بنسبة 1.4٪. ويعزى ضعف الأداء النسبي بشكل رئيسي إلى زيادة مراكزنا في أسهم قطاعي التكنولوجيا. وعلى مستوى الأسهم ، تراجعت أسهم شركة تاكيدا ، وبايدو ، وفيس بوك بينما ساهمت شركة جلاكسو ، سميث أند نيفيو ، وشركة إكسبيديا في تحقيق نتائج إيجابية.

خصائص الصندوق

نوع الصندوق	صندوق أسهم مفتوح المدة
مقر الصندوق	المملكة العربية السعودية
مستوى المخاطرة	عالي
تاريخ التأسيس	يوليه 1996
السعر عند التأسيس	100 دولار أمريكي للوحدة
عملة الصندوق	دولار أمريكي
المؤشر القياسي	مؤشر داو جونز تي أر المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية
رسم الاشتراك	2.00%
أتعاب الإدارة	1.50% سنويا
أتعاب الأداء	-
الحد الأدنى للاشتراك	2,000 دولار أمريكي
الحد الأدنى للاشتراك الإضافي	1,000 دولار أمريكي
الحد الأدنى للاسترداد	1,000 دولار أمريكي
أيام التقييم	مرتين أسبوعيا – يومي الإثنين والأربعاء
آخر موعد لاستلام طلبات الاشتراك والاسترداد	قبل الساعة الخامسة مساء ء – من يوم الأحد حتى يوم الثلاثاء
موعد الإعلان والسداد	يومي الثلاثاء و الخميس
تنفيذ التداول	ثالث يوم عمل

أخر الجوائز و الترتيب



إخلاء المسؤولية

معلومات الأسعار – نهاية مارس 2018

صافي قيمة الأصول للوحدة	دولار أمريكي	255.7891	▼
التغير (للشهر مقارنة بالسابق)	دولار أمريكي	6.5177-	2.48-%
اجمالي وحدات الصندوق		49,417	
اجمالي صافي الأصول	دولار أمريكي	12,640,366.89	

أداء الصندوق (الرسم البياني)

150 100 50 0 -50 -100

2002 2004 2006 2008 2010 2012 2014 2016 2018

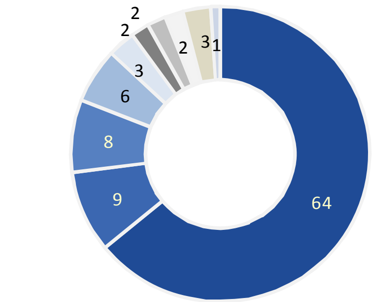
الصندوق — المؤشر القياسي

أكبر 5 شركات

الشركة	نسبة الصندوق في الشهر الحالي %
شركة آبل	4.6
شركة مايكروسوفت	3.4
شركة ألفابيت	2.9
فيس بوك	2.7
نفيديا كورب	2.1

التقسيم الجغرافي (نسبة اجمالي صافي الأصول)

- أمريكا
- اليابان
- المانيا
- سويسرا
- هولندا
- بريطانيا
- فرنسا
- الصين
- الآخرين
- السيولة النقدية



لتحليل الاحصائي

الأداء	سنة واحدة	ثلاث سنوات	خمس سنوات	عشر سنوات	منذ التأسيس
العوائدالإضافية (%)	8.50-	4.78-	3.65-	2.43-	3.76-
ألفا (%)	7.76-	4.02-	2.80-	1.44-	1.91-
المخاطرة	**سنة واحدة**	**ثلاث سنوات**	**خمس سنوات**	**عشر سنوات**	**منذ التأسيس**
الحد الأقصى للانخفاض (%)	6.85-	12.61-	12.61-	42.91-	52.93-
الانحراف المعياري (%)	8.27	10.68	9.93	15.21	14.67
مخاطر الانخفاض (%)	6.36	7.83	7.24	12.45	11.62
حساسية السوق	**سنة واحدة**	**ثلاث سنوات**	**خمس سنوات**	**عشر سنوات**	**منذ التأسيس**
بيتا	1.03	0.95	0.94	0.89	0.81
عوائد المخاطرة	**سنة واحدة**	**ثلاث سنوات**	**خمس سنوات**	**عشر سنوات**	**منذ التأسيس**
نسبة شارب	0.92	0.38	0.65	0.35	0.27
مؤشر المعلومات	3.86-	1.88-	1.53-	0.37-	0.47-
نسبة الانحراف عن المؤشر	2.05	2.44	2.26	6.37	7.88

للإتصال

شركة الراجحي المالية الإدارة العامة،
، طريق الملك فهد ص.ب. 5561
، الرياض 11432
المملكة العربية السعودية
هاتف: 920005856
البريد الالكتروني salessupport@alrajhi-capital.com الموقع الالكتروني : www.alrajhi-capital.com



صندوق الراجحي للأسهم السعودية

للشهر المنتهي مارس 2018

الهدف

تحقيق نمو طويل الأجل في رأس المال عن طريق الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي(تداول) والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويوفر الصندوق السيولة للمستثمرين.

أداء الصندوق (الجدول)

المؤشر	سنة واحدة	ثلاث سنوات	خمس سنوات	عشر سنوات	منذ التأسيس
عدد أشهر الأداء الايجابي	8	18	35	67	168
عدد أشهر الأداء المتفوق على المؤشر القياسي	6	17	32	62	152
العائد قصير الأجل (%)	**شهرواحد**	**ثلاثة أشهر**	**ستة أشهر**	**منذ بداية الربع حتى**	**منذ بداية العام حتى تاريخه**
الصندوق	4.48	8.92	6.92	8.92	8.92
المؤشر القياسي	7.59	10.39	11.09	10.39	10.39
عوائد كل سنة (%)	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
الصندوق	30.48	1.61	12.78-	8.21	2.75
المؤشر القياسي	28.76	4.83-	14.98-	10.56	3.89
العوائد التراكمية (%)	**سنة واحدة**	**ثلاث سنوات**	**خمس سنوات**	**عشر سنوات**	**منذ التأسيس**
الصندوق	12.01	0.79	31.84	28.98	335.33
المؤشر القياسي	15.66	3.85	24.45	25.69	381.65
العوائد السنوية (%)	**سنة واحدة**	**ثلاث سنوات**	**خمس سنوات**	**عشر سنوات**	**منذ التأسيس**
الصندوق	12.01	0.26	5.68	2.58	5.90
المؤشر القياسي	15.66	1.27	4.47	2.31	6.32

تعليق مدير الصندوق

أسواق الأسهم العالمية أنهت شهر مارس لعام 2018 على انخفاض سببه ارتفاع وتيرة التوتر خوفا من حرب تجارية عالمية تسبق التشديد المتوقع في السياسة النقدية. السوق السعودي ارتفع 6.1% خلال الشهر نفسه مدعوما بزيادة تفاؤل المستثمرين في السوق وكان ارتفاع أسعار النفط و أخبار إضافة السوق السعودي إلى مؤشر FTSE للأسواق الناشئة داعما أساسيا لزيادة التفاؤل. الأكثر ارتفاعا بين القطاعات كان قطاع إنتاج الأغذية (12.2%) يليه قطاع المواد الأساسية (8.5%) ثم البنوك (5.7%) والتجزئة (3.7%). وقابل ذلك الارتفاع انخفاضا في قطاعات الخدمات الاستهلاكية (-3.5%) و قطاع الرعاية الصحية (-1.8%). ارتفع أداء الصندوق (4.5%) مقارنة بالمؤشر الإرشادي (7.6%). على المدى القريب من المتوقع أن يراقب المستثمرون في السوق السعودي إعلانات الشركات للربع الأول من عام 2018 و أيضا توجهات المستثمر المؤسسي الأجنبي في السوق السعودي.

خصائص الصندوق

نوع الصندوق	صندوق أسهم مفتوح المدة
مقر الصندوق	المملكة العربية السعودية
مستوى المخاطرة	عالي
تاريخ التأسيس	يوليو 1992
السعر عند التأسيس	100 ريال سعودي للوحدة
عملة الصندوق	ريال سعودي
المؤشر القياسي	إس آند بي لأسهم الشركات السعودية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية
رسم الاشتراك	2.00%
أتعاب الإدارة	1.75% سنويا
أتعاب الأداء	20.00% فوق المؤشر القياسي – بشكل ربع سنوي
الحد الأدنى للاشتراك	5,000 ريال سعودي
الحد الأدنى للاشتراك الإضافي	2,000 ريال سعودي
الحد الأدنى للاسترداد	2,000 ريال سعودي
أيام التقييم	يوميا – من يوم الأحد حتى يوم الخميس
آخر موعد لاستلام طلبات الاشتراك والاسترداد	قبل الساعة الخامسة مساء – قبل يوم التقييم
موعد الإعلان والسداد	اليوم التالي ليوم التقييم
تنفيذ التداول	ثالث يوم عمل

أخر الجوائز و الترتيب

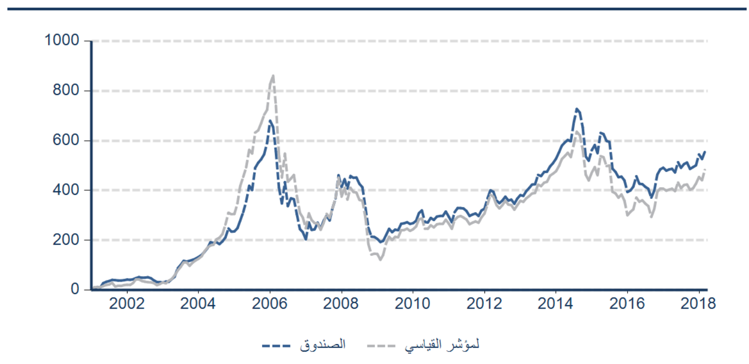




معلومات الأسعار – نهاية مارس 2018

صافي قيمة الأصول للوحدة	ريال سعودي	435.3265	▲
التغير (للشهر مقارنة بالسابق)	ريال سعودي	18.6696	% 4.48
اجمالي وحدات الصندوق		728,724	
اجمالي صافي الأصول	ريال سعودي	317,232,902.06	

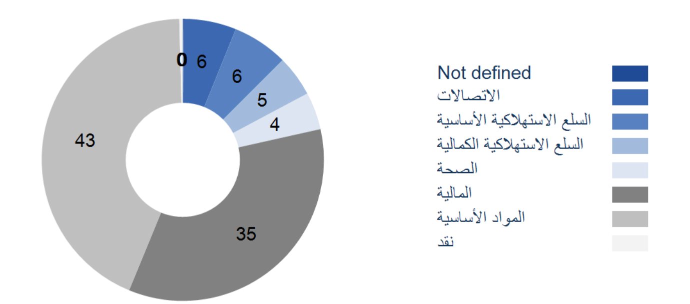
أداء الصندوق (الرسم البياني)



أكبر 5 شركات

الشركة	نسبة الصندوق في الشهر الحالي %
مصرف الراجحي	17.35
الشركة السعودية للصناعات الأساسية	11.86
مصرف الإنماء	6.28
شركة الإتصالات السعودية	6.01
شركة ينبع الوطنية للبتروكيماويات	5.95

تقسيم القطاعات (نسبة اجمالي صافي الأصول)



التحليل الاحصائي

الأداء	سنة واحدة	ثلاث سنوات	خمس سنوات	عشر سنوات	منذ التأسيس
العوائدالإضافية (%)	3.65-	1.00-	1.21	0.26	0.42-
ألفا (%)	1.95-	1.07-	1.58	0.43	0.89
المخاطرة	**سنة واحدة**	**ثلاث سنوات**	**خمس سنوات**	**عشر سنوات**	**منذ التأسيس**
الحد الأقصى للانخفاض (%)	4.40-	35.56-	43.10-	47.55-	62.47-
الانحراف المعياري (%)	13.00	18.95	18.71	19.11	20.64
مخاطر الانخفاض (%)	8.75	13.10	13.83	14.41	14.40
حساسية السوق	**سنة واحدة**	**ثلاث سنوات**	**خمس سنوات**	**عشر سنوات**	**منذ التأسيس**
بيتا	0.91	0.81	0.87	0.81	0.80
عوائد المخاطرة	**سنة واحدة**	**ثلاث سنوات**	**خمس سنوات**	**عشر سنوات**	**منذ التأسيس**
نسبة شارب	0.85	0.08	0.37	0.22	0.29
مؤشر المعلومات	0.70-	0.30-	0.14	0.07-	0.08-
نسبة الانحراف عن المؤشر	4.88	6.14	5.18	7.06	10.95

إخلاء المسؤولية

للإتصال

شركة الراجحي المالية الإدارة العامة،
طريق الملك فهد ص.ب. 5561 ،
الرياض 11432 ،
المملكة العربية السعودية
هاتف: 920005856
البريد الالكتروني salessupport@alrajhi-capital.com الموقع الالكتروني : www.alrajhi-capital.com



صندوق الراجحي لتنمية رأس المال وتوزيع الأرباح الشرق الأوسط وشمال أفريقيا

للشهر المنتهي مارس 2018

الهدف

تحقيق عوائد إجمالية من خلال دمج الدخل الحالي مع مكاسب تنمية رأس المال ،وزيادة قيمة الأصول و ذلك من خلال الإستثمار في شركات ملتزمه بالشريعة الإسلامية من بين الشركات المدرجة في الأسواق الخليجية بشكل رئيسي و أسواق الشرق الأوسط و شمال أفريقيا بشكل ثانوي. مع التركيز على الشركات التي توزع الأرباح.و سيقوم الصندوق بتوزيع الأرباح على المستثمرين على فترات نصف سنوية

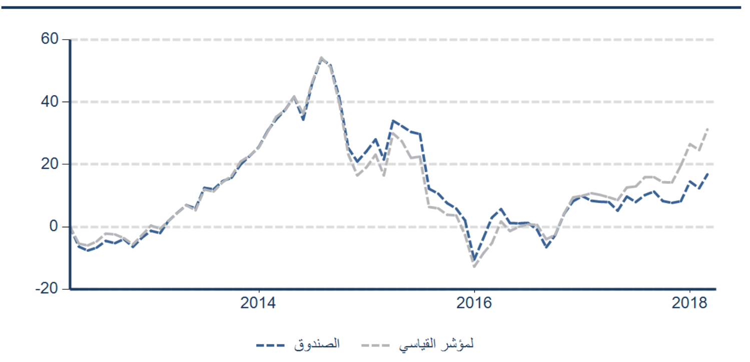
معلومات الأسعار – نهاية مارس 2018

صافي قيمة الأصول للوحدة	ريال سعودي	89.4573	▲
التغير (للشهر مقارنة بالسابق)	ريال سعودي	3.4100	% 3.96
اجمالي وحدات الصندوق		745,494	
اجمالي صافي الأصول	ريال سعودي	66,689,859.19	

أداء الصندوق (الجدول)

المؤشر	سنة واحدة	ثلاث سنوات	خمس سنوات	عشر سنوات	منذ التأسيس
عدد أشهر الأداء الايجابي	6	15	31		37
عدد أشهر الأداء المتفوق على المؤشر القياسي	4	12	27		31
العائد قصير الأجل (%)	**شهرواحد**	**ثلاثة أشهر**	**ستة أشهر**	**منذ بداية الربع حتى**	**منذ بداية العام حتى تاريخه**
الصندوق	3.96	7.95	4.95	7.95	7.95
المؤشر القياسي	5.31	9.66	13.20	9.66	9.66
عوائد كل سنة (%)	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
الصندوق	27.18	1.43-	15.60-	6.04	0.01
المؤشر القياسي	26.22	5.12-	16.39-	12.37	9.35
العوائد التراكمية (%)	**سنة واحدة**	**ثلاث سنوات**	**خمس سنوات**	**عشر سنوات**	**منذ التأسيس**
الصندوق	8.12	3.89-	14.70		16.85
المؤشر القياسي	18.99	12.68	28.87		31.26
العوائد السنوية (%)	**سنة واحدة**	**ثلاث سنوات**	**خمس سنوات**	**عشر سنوات**	**منذ التأسيس**
الصندوق	8.12	1.31-	2.78		2.67
المؤشر القياسي	18.99	4.06	5.20		4.71

أداء الصندوق (الرسم البياني)



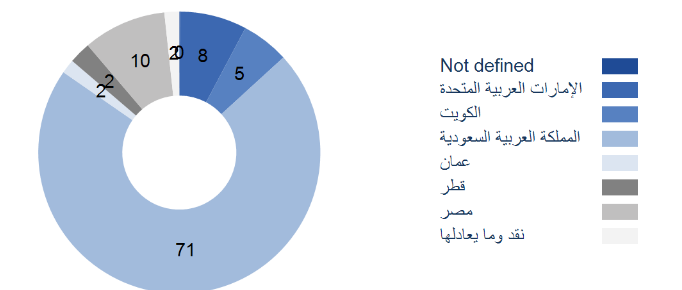
تعليق مدير الصندوق

أسواق الأسهم العالمية أنهت شهر مارس لعام 2018 على انخفاض سببه ارتفاع وتيرة التوتر خوفا من حرب تجارية عالمية تسبق التشديد المتوقع في السياسة النقدية. السوق السعودي ارتفع 6.1% خلال الشهر نفسه مدعوما بزيادة تفاول المستثمرين في السوق وكان ارتفاع أسعار النفط و أخبار إضافة السوق السعودي إلى مؤشر FTSEللأسواق الناشئة داعما أساسيا لزيادة التفاؤل. الأكثر ارتفاعا بين القطاعات كان قطاع إنتاج الأغذية (12.2%) يليه قطاع المواد الأساسية (8.5%) ثم البنوك (5.7%) والتجزئة (3.7%). وقابل ذلك الارتفاع انخفاضا في قطاعات الخدمات الاستهلاكية (-3.5%) و قطاع الرعاية الصحية (-1.8%). انتهت المؤشرات الإقليمية على تباين في مارس مع ارتفاع السوق المصري بنسبة 13.0٪ ، في حين تراجعت دبي وعمان والكويت وأبو ظبي بنسبة 4.2٪ و 4.6٪ و 2.0٪ و 0.3٪ على التوالي. ارتفع أداء الصندوق (3.96%) مقارنة بالمؤشر الإرشادي (5.31%). على المدى القريب من المتوقع أن يراقب المستثمرون في السوق السعودي إعلانات الشركات للربع الأول من عام 2018 و أيضا توجهات المستثمر المؤسسي الأجنبي في السوق السعودي.

أكبر 5 شركات

الشركة	نسبة الصندوق في الشهر الحالي %
مصرف الراجحي	9.32
الشركة السعودية للصناعات الأساسية	8.59
مصرف الإنماء	7.23
شركة الإتصالات السعودية	6.21
شركة ينبع الوطنية للبتروكيماويات	5.08

تقسيم القطاعات (نسبة اجمالي صافي الأصول)



خصائص الصندوق

نوع الصندوق	صندوق أسهم مفتوح المدة
مقر الصندوق	المملكة العربية السعودية
مستوى المخاطرة	عالي
تاريخ التأسيس	مايو 2012
السعر عند التأسيس	100 ريال سعودي للوحدة
عملة الصندوق	ريال سعودي
المؤشر القياسي	مؤشر ستاندرد أند بورز لنمو الأرباح المتوافقة مع الشريعة في
رسم الاشتراك	2.00%
أتعاب الإدارة	1.75% سنويا
أتعاب الأداء	-
الحد الأدنى للاشتراك	5,000 ريال سعودي
الحد الأدنى للاشتراك الإضافي	2,000 ريال سعودي
الحد الأدنى للاسترداد	2,000 ريال سعودي
أيام التقييم	مرتين أسبوعيا – يومي الإثنين والأربعاء
آخر موعد لاستلام طلبات الاشتراك والاسترداد	قبل الساعة الخامسة مساء – قبل يوم التقييم
موعد الإعلان والسداد	يومي الثلاثاء و الخميس
تنفيذ التداول	ثالث يوم عمل

التحليل الاحصائي

الأداء	سنة واحدة	ثلاث سنوات	خمس سنوات	عشر سنوات	منذ التأسيس
العوائدالإضافية (%)	10.87-	5.37-	2.42-		2.04-
ألفا (%)	7.41-	4.87-	2.02-		1.50-
المخاطرة	**سنة واحدة**	**ثلاث سنوات**	**خمس سنوات**	**عشر سنوات**	**منذ التأسيس**
الحد الأقصى للانخفاض (%)	4.91-	34.84-	45.67-		45.67-
الانحراف المعياري (%)	9.38	16.50	16.10		15.15
مخاطر الانخفاض (%)	6.01	12.13	12.28		11.77
حساسية السوق	**سنة واحدة**	**ثلاث سنوات**	**خمس سنوات**	**عشر سنوات**	**منذ التأسيس**
بيتا	0.89	0.95	0.96		0.96
عوائد المخاطرة	**سنة واحدة**	**ثلاث سنوات**	**خمس سنوات**	**عشر سنوات**	**منذ التأسيس**
نسبة شارب	0.75	0.03-	0.23		0.31
مؤشر المعلومات	2.01-	0.86-	0.46-		0.37-
نسبة الانحراف عن المؤشر	5.02	6.17	5.09		4.89

أخر الجوائز و الترتيب







إخلاء المسؤولية

للإتصال

شركة الراجحي المالية الإدارة العامة،
طريق الملك فهد ص.ب. 5561 ،
الرياض 11432
المملكة العربية السعودية
هاتف: 920005856
البريد الالكتروني salessupport@alrajhi-capital.com الموقع الالكتروني : www.alrajhi-capital.com

الفصل الأول :

صناديق الاستثمار التقليدية

الفصل الثاني :

صناديق الاستثمار الاسلامية

الفصل الثالث :

فعالية صناديق الاستثمار الاسلامية في البورصة السعودية

مقـدمـة

خاتمة

قائــمة المراجع

قائمة الجداول والأشكال

الفهرس

الملخص

الملاحق